

세무회계저널

제16권 제6호 2015년 12월 pp.295~331

한국세무학회

감사인의 산업전문성이 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향

박석진* · 김갑순**

<요 약>

본 연구는 조세회피활동과 기업가치와의 관계에 산업전문감사인이 어떠한 영향을 미치는 지를 분석하였다. 기업의 조세회피활동은 세후현금흐름을 증가시킨다는 점에서는 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 볼 수 있지만, 이를 대리인이론의 관점에서 본다면, 이러한 조세회피활동으로 인한 효익이 기업가치의 제고가 아닌 경영자의 사적이익 추구행위로 연결될 가능성이 존재한다. 하지만 기업의 효과적인 지배구조가 경영자에 대한 감시기능을 충실히 수행한다면, 조세회피활동으로 인한 효익이 경영자의 사적이익으로 귀속되는 것을 방지하여 기업가치 제고에 기여할 수 있을 것이다.

본 연구의 실증분석은 2001년부터 2010년까지 유가증권시장에 상장된 3,607개의 표본기업을 대상으로 이루어졌다. 기업의 조세회피활동은 Desai and Dharmapala(2006)가 제안한 세전이익과 과세소득의 차이 중 총발생액으로 설명되지 않는 부분으로 측정하였으며, 기업가치의 대용치는 Tobin's Q와 자기자본 장부가치 대비 시장가치 비율(MTB)을 이용하였다. 감사인의 산업전문성은 한국표준산업분류 중분류를 기준으로 하여 산업을 구분하고, Balsam et al.(2003) 등의 연구에서 사용한 시장점유율 접근법에 근거하여 산정한 네 가지 측정치를 이용하였다.

분석 결과, 조세회피활동은 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 하지만 산업전문감사인으로 부터 감사를 받은 기업의 경우에는 조세회피활동이 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 완화되는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 본 연구의 가설을 지지하는 것으로, 기업의 조세회피활동으로 인한 효익이 경영자의 사적이익추구로 흘러가지 않도록 산업전문감사인이 경영자에 대한 효과적인 감시기능을 수행함으로써 기업가치 제고에 기여하는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구는 대리인이론의 관점에서 조세회피와 기업가치와의 관계를 분석한 기존의 연구들에서는 강조하지 않았던 외부지배구조로서의 산업전문감사인의 역할에 초점을 두고, 이들이 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향에 대해 살펴보았다는 점에서 공헌점이 있다.

<주제어> 산업전문감사인, 조세회피, 기업가치

* 동국대학교-서울 회계학과 박사과정, sjpacc@gmail.com, 주저자

** 동국대학교-서울 경영대학 교수, kks@dongguk.edu, 교신저자

논문접수일 2015년 11월 5일

1차수정일 2015년 12월 13일

게재확정일 2015년 12월 15일

I. 서 론

누구라도 법에 의해 산출된 세액보다 더 많은 세금을 낼 필요도 없고 내고 싶어 하지도 않을 것이다. 이는 개인이나 법인 모두에게 해당하는 얘기일 것이지만, 개인의 경우 세금절감액이 대부분 본인의 효익(benefit)으로 귀속되는 반면(Slemrod and Yitzhaki 2002), 법인의 경우에는 세금절감액이 모두 본인(주주)의 효익으로 귀속되지 않는 문제가 발생할 수도 있다(Slemrod 2004). 전통적 관점에서 기업의 조세회피활동(tax sheltering activity)¹⁾으로 인한 세후현금흐름의 증가, 즉 세금절감액은 주주에게 귀속되어 주주의 부를 증가시킨다고 보았다. 그러나 최근의 연구에서는 대리인이론(principal-agent theory)의 관점에서 달리 접근하고 있다. 즉, 경영자와 주주 간 정보비대칭(information asymmetry)으로 인하여 경영자가 조세회피활동으로 인한 세금절감액을 주주의 부로 귀속시키기 보다는 경영자 자신의 사적이익화 가능성이 있다는 것이다(Jensen and Meckling 1976, Slemrod 2004, Chen and Chu 2005, Crocker and Slemrod 2005, Desai and Dharmapala 2006, Desai et al. 2007).

한편 이러한 경영자의 사적이익 추구행위를 감시할 수 있는 효과적인 감시기구가 존재한다면 주주와 경영자 간의 대리인문제가 어느 정도 해소될 것이고, 이로 인하여 조세회피활동이 기업가치에 미치는 부정적인 영향도 완화될 수 있을 것이다. 이러한 감시기구의 대표적인 예로서 기업지배구조를 들 수 있다.²⁾ 우수한 기업지배구조는 경영자에 대한 효과적인 감시기능(monitoring role)을 수행하여 대리인비용을 줄일 수 있을 것이고, 이로 인하여 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 다소 완화될 수 있을 것이다(Desai et al. 2007, 전주성 2011, 손연승 외 2012, 기은선 2012, 강정연·고종권 2014).

1) 이후의 논의를 위해 조세회피에 대해 구체적으로 정의할 필요가 있으나, 현재 조세회피에 대해 일반적으로 받아들여지는 정의는 없다. Dyreng et al.(2008)은 조세회피를 명시적 조세(explicit tax)의 절감으로 보았으며, 본 연구에서도 이 정의에 따라 기업의 명시적 조세 감소행위 모두를 조세회피활동으로 정의한다. 즉, 본 연구에서의 조세회피는 부정이나 사기(fraudulent methods or deceptive behavior) 등 불법적(illegal)인 방법으로 세금을 줄이는 조세포탈(탈세, tax evasion)과 합법적인 테두리 내에서 세금을 절약하는 절세(tax saving or tax planning) 모두를 포괄하는 의미로 사용한다. 보다 엄밀한 연구를 위해서는 조세회피를 협의의 합법적인 절세활동으로 정의하고 불법적인 탈세와는 구분하여야 한다. 하지만 현실적으로 이들을 구분하여 측정하는 것이 아직까지는 불가능하기 때문에 조세회피를 탈세를 포괄하는 광의의 개념으로 보았다. 김진희·정재욱(2006), 전주성(2011), 기은선(2012), 박미영(2012) 등 많은 선행 연구에서도 조세회피를 광의의 개념으로 정의하고 있다.

2) 기업지배구조는 내부지배구조와 외부지배구조로 구분할 수 있다. 내부지배구조는 이사회나 내부감사 등의 감시기능을 말하고, 외부지배구조는 채권자나 투자자 등에 의한 감시기능으로 정의할 수 있다. 기업의 내부지배구조는 대주주의 영향력 등으로 효과적인 감시기능을 수행하지 못할 가능성이 있다. 따라서 이러한 불완전한 내부지배구조를 보완하는 것으로 외부지배구조의 중요성이 대두되었다(McConnell and Servaes 1990).

Fan and Wong(2005)은 기업지배구조 중 외부지배구조로서 외부감사인의 역할을 강조하였다.³⁾ 조세회피에 대한 외부감사인의 역할과 관련하여, 외부감사인이 효과적인 감시기능을 수행하는 경우, 기업의 부정적인 조세회피활동이 감소될 수 있다는 결과를 보고한 연구들도 있다(박재환·김승준 2012, 김은주·조용언 2012, 박미영 2012, 박한순 외 2013, 최동춘·서정록 2013).

특히, 감사품질(audit quality)과 관련하여서는 외부감사인이 제공하는 감사의 품질이 높을수록 주주와 경영자 간 정보비대칭 정도를 보다 감소시킬 수 있다는 주장이 있다(Francis et al. 1999, Willenborg 1999, Weber and Willenborg 2003). 이들은 감사품질의 대용치로 감사인 규모(BIG4 여부), 감사보수, 감사시간, 산업전문성 등을 이용하였는데, 본 연구는 이러한 감사품질에 영향을 미치는 감사인의 특성들 중 감사인의 산업전문성에 주목하였다.⁴⁾ 즉, 산업전문감사인으로 부터 감사를 받은 기업의 경우 조세회피활동이 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 감소될 것으로 보고 이를 실증하였다.

우선, 본 연구는 2001년부터 2010년까지 유가증권시장에 상장된 기업 중 표본으로 선정된 3,607개의 기업을 대상으로 해당 기업의 조세회피활동이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는 지에 대해 분석하였다. 기업의 조세회피활동은 Desai and Dharmapala(2006)가 제안한 조세회피 측정치⁵⁾를 사용하였으며, 기업가치의 대용치는 Tobin's Q⁶⁾로 하였다. 본 연구는 대리인이론의 틀에서 기업의 조세회피활동이 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것으로 보았다.⁷⁾ 분석결과 예상대로 두 변수는 유의한 음(-)의 관계를 나타냈다. 다음으로, 산업전문감사인에 의해 감사받은 기업은 조세회피로 인한 기업가치의 감소효과가 완화될 것으로 보고 이를 실증하였다. 감사인의 산업전문성은 감사인이 감사하는 산업 내 시장점유율로 측정하였다. 분석 결과, 예상대로 산업전문감사인이 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향을 어느 정도 완화하는 역할을 하는 것으로 나타났다.

선행연구들에서는 다양한 기업의 내부 혹은 외부지배구조를 이용하여 이들이 조세회피와 기

3) Fan and Wong(2005)에 의하면 독립된 외부감사인이 기업의 외부지배구조로서 그 역할을 한다고 보았으며, 외부감사인이 효과적인 감시역할을 수행한다면 대리인문제(agency conflict)를 감소시킬 수 있다고 보았다.

4) Craswell et al.(1995), Dunn et al.(2000), Balsam et al.(2003), Casterella et al.(2004), 나종길·최기호(2005), 권수영 외(2008), 정석우 외(2014) 등은 기업이 속한 산업의 특성을 잘 이해하고 있는 산업전문 감사인의 감사서비스가 감사품질 제고에 중대한 영향을 미칠 수 있다는 연구결과를 제시하고 있다.

5) Desai and Dharmapala(2006)는 세전이익과 과세소득의 차이 중 총발생액으로 설명되지 않는 부분을 기업의 조세회피활동으로 보았는데, 이에 대하여는 'III. 연구설계'에서 구체적으로 살펴보도록 하겠다.

6) 기업가치의 대용치로 Tobin's Q 외에 자기자본의 장부가치 대비 시장가치의 비율(Market to book, MTB)도 이용하였다.

7) 대부분의 선행연구에서는 조세회피활동이 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 보았으나(기은선 2012, 손연승 외 2012, 강정연·고종권 2014), 고윤성 외(2007)의 연구에서는 조세회피활동이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 분석결과를 제시하고 있다.

업가치의 관계에 미치는 영향에 대해 살펴보았지만, 현재까지 산업전문감사인을 이용하여 조세 회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향을 살펴본 연구는 없다. 따라서 본 연구는 조세회피와 기업가치의 관계를 분석한 이전 연구들과 달리 외부지배구조로서의 감사인의 산업전문성에 초점을 두어 분석하였다는 점에서 이전연구들과 차별성을 갖는다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 다음 장에서는 조세회피와 산업전문감사인에 관련된 선행연구들을 검토하고 연구가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 가설의 검증을 위한 연구설계를 제시한다. 제Ⅳ장에서는 본 연구의 실증분석 결과를 설명하고 마지막 제Ⅴ장에서는 연구의 결론 및 시사점에 대해 기술한다.

Ⅱ. 선행연구와 가설 설정

1. 선행연구

가. 조세회피 관련 선행연구

조세회피에 대한 많은 관심에도 불구하고 그에 대한 실증연구를 수행하는 데에는 많은 한계가 존재한다. 이는 실증분석을 위한 기업의 법인세신고 관련 자료가 기업의 내부자료로서 제한적으로 공시되고 있기 때문이다.⁸⁾ 따라서 현재 대부분의 연구들이 조세회피활동의 측정에 필요한 기업의 과세소득이나 법인세부담액 등을 재무제표 내용에 근거하여 추정한 수치들에 의존하고 있다. 최근 연구에서 많이 사용하고 있는 조세회피 측정치는 Desai and Dharmapala (2006)가 제안한 세전이익과 과세소득의 차이 중 총발생액으로 설명되지 않는 부분(잔차)을 이용하는 것이다.

조세회피에 대한 전통적 견해에서는 조세절감으로 인한 효익이 본인에게 귀속되어 개인의 부를 극대화하는 것으로 보았다. 개인의 조세회피에 영향을 미치는 대표적 요인들에 대해서는 Slemrod and Yitzhaki(2002)의 연구에서 이론적 모형으로 설명하고 있는데, 이러한 요인들로 세율, 적발 혹은 가산세 부과 가능성, 위험회피성향 등을 제시하고 있다. 하지만 Slemrod(2004)의 연구에서는 개인 혹은 소유권이 특정 개인에 집중된 폐쇄회사(closely-held corporations)의 경우 조세회피로 얻을 수 있는 이익보다 적발되었을 경우 가산세(penalty) 등으로 인한 비용이 더

8) 2002년 귀속 사업연도에 대한 사업보고서까지는 부속명세서로 법인세등명세서가 첨부되어 기업의 법인세신고 관련 주요 내용이 공시되었다. 하지만 금융감독원에서는 이러한 명세서가 기업의 기밀사항에 해당하고 과다한 정보가 제공됨으로써 오히려 투자자의 혼란을 초래한다는 이유로 부속명세서에서 제외하였다. 따라서 2004년 귀속 사업연도의 사업보고서부터는 법인세비용명세서 및 제외원가명세서 등이 모두 공시되고 있지 않다(2003년 귀속 사업연도에 대한 사업보고서에서는 법인세등명세서가 아닌 법인세비용명세서로 부속명세서에 포함되었다).

크다고 보고 개인 등은 조세회피에 위험회피적 성향을 가진다고 가정 한 반면, 이들과 달리 소유권이 잘 분산되어 있는 상장법인의 경우에는 위험중립적 성향을 보인다고 보았다. 따라서 개인(폐쇄회사 포함)에게 적용되는 조세회피의 이론적 모형은 소유권이 잘 분산된 회사의 경우에는 수정되어야 한다고 주장하였다. 이는 소유와 경영의 분리에 따른 대리인비용을 고려해야 한다는 것으로 이전의 연구들과는 달리 조세회피를 대리인이론의 틀(*agency framework*)에서 분석하였다는 점에서 차이가 있다.⁹⁾

대리인이론의 관점에서 기업의 조세회피활동을 분석한 Slemrod(2004)의 연구를 확장하여, Desai and Dharmapala(2006)는 경영자가 행하는 조세회피활동에 성과와 보상 간 연계정도를 높인 강한 강도의 성과급(*high-powered incentives*)¹⁰⁾이 중대한 영향을 미침을 실증하였다. 연구결과 조세회피활동과 경영자의 사적이익 추구행위는 보완적 관계에 있으므로, 경영자보상이 증가할수록 조세회피의 정도가 낮아지는 것으로 나타났다. 또한 이들은 기업의 지배구조가 경영자보상과 기업의 조세회피활동의 관계에 미치는 영향에 대하여도 분석하였는데, 경영자보상과 조세회피활동간의 음(-)의 관계가 지배구조가 취약한 기업에서 주로 나타났으며, 좋은 지배구조를 가진 기업에서는 이러한 관계가 나타나지 않았다.

또한, Desai and Dharmapala(2009)는 대리인이론의 관점에서 기업의 지배구조가 조세회피와 기업가치간의 관계에 미치는 영향에 대해서도 분석하였다. 실증 결과, 조세회피와 기업가치는 통계적으로 유의한 관계를 보이지 않았으나, 기업지배구조가 좋은 기업의 경우에는 조세회피와 기업가치에 유의한 양(+)의 관계를 나타냈다. 이는 기업의 효율적인 기업지배구조가 조세회피를 통한 효익이 경영자의 사적이익으로 귀속되는 것을 방지하는 역할을 함으로써, 조세회피를 통한 효익을 주주의 부로 귀속시켜 기업가치를 제고할 수 있다는 의미로 해석할 수 있다.

Wilson(2009)은 실제 조세회피활동에 참가한 것으로 확인된 기업의 특성을 분석하였는데, 기업의 조세회피활동은 기업규모, 회계이익과 세무이익의 차이, 해외소득의 유무 등의 기업특성과 양(+)의 관계에 있는 것으로 나타났다. 또한 기업의 조세회피활동이 경영자의 사적이익으로 귀속되는지 여부에 대해 분석하기 위하여 주가수익률과의 관계도 분석하였는데, 좋은 기업지배구조(*strong corporate governance*)를 가진 기업의 경우 취약한 기업지배구조(*poor corporate governance*)를 가진 기업에 비하여 조세회피활동과 초과이익(*abnormal return*) 간의 관계가 보다 강한 양(+)의 관계가 나타나는 것을 실증하였다.

Dyreng et al.(2010)은 기업의 조세회피활동 중 기업의 특성으로 설명되지 않는 부분에 대하여

9) 이러한 대리인비용(*agency cost*) 외에도 기업이 효율적인 세무계획을 수립하기 위해서는 실제로 납부하는 조세 외에 적은 재무보고이익을 보고하는 경우에 발생하는 재무보고비용(*financial reporting cost*), 재무보고이익과 세무보고이익의 차이로부터 발생하는 비용(*book-tax conformity cost*), 재무보고이익의 기간간 이전(*income shifting across time*) 등 조세외비용(*nontax cost*)도 고려해야 한다(이준규·김갑순 2012).

10) 경영자의 성과보상은 주식매수선택권(*stock option*)을 대용치로 하여 측정하였다.

최고경영자들이 영향을 미치는지 여부를 실증하였다. 연구 결과, 경영자는 기업의 조세회피활동 수준에 중요한 역할을 하고 있는 것으로 나타났다.

강정연과 김영철(2012)은 지배주주, 기관투자자, 외국인 등 기업의 소유구조와 조세회피와의 관계에 대해 분석하였다. 연구 결과, 일부 유의하지 않은 경우도 있었지만 대체적으로 조세회피와 지배주주지분율, 기관투자자지분율 및 외국인투자자지분율 모두 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타남을 실증함으로써 기업의 조세회피에 소유구조가 중요한 결정요인이라는 증거를 제시하였다.

기은선(2012)은 기업의 사회적 책임활동(corporate social responsibility, CSR)이 기업의 조세회피성향 및 조세회피에 대한 시장반응에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 분석 결과, 사회적 책임활동에 적극적인 기업일수록 조세회피수준이 낮은 것으로 나타났다. 또한 조세회피수준이 높은 기업이 조세회피수준이 낮은 기업에 비해 기업가치가 낮지만, 사회적 책임활동에 적극적인 기업일수록 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 줄어드는 것으로 나타났다.

최동춘·서정록(2013)은 대주주지분율과 외국인지분율을 내부지배구조의 대용치로, 비정상감사보수와 비정상감사시간을 외부지배구조의 대용치로 하여 조세회피에 미치는 영향을 검증하였다. 연구 결과, 대주주지분율은 조세회피와 유의한 양(+)의 관련성을 나타낸 반면, 외국인지분율은 조세회피와 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 한편, 비정상감사보수는 조세회피와 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 나타났으나, 비정상감사시간은 조세회피와 통계적으로 유의한 관련성이 없는 것으로 나타났다.

강정연·고종권(2014)은 대리인비용 등 비세금비용으로 인하여 조세회피와 기업가치의 관계는 부정적인 관계로 나타날 수 있을 것으로 예상하였다. 실증 결과, 조세회피와 기업가치는 음(-)의 관계로 나타났다. 한편, 이사회의 독립성, 대주주지분율, 기관투자자 지분율, 외국인지분율로 측정한 기업지배구조가 우수할수록 조세회피와 기업가치의 부정적인 관계를 완화시키는 것으로 나타났다.

이상의 선행연구는 좋은 기업지배구조가 효과적인 감시기능을 수행하여 기업의 조세회피활동으로 인한 효익이 경영자의 사적이익으로 귀속되는 것을 방지한다는 점에 초점을 둔 연구이다.

한편 이러한 기업의 지배구조 외에 외부감사인도 기업에 대한 감시기능을 수행하여 대리인비용을 감소시키는 역할을 하고 있다. 따라서 기업의 지배구조 외에도 외부감사인의 특성이 조세회피에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 고려도 필요할 것이다. 외부감사인의 특성이 기업의 조세회피활동에 미치는 영향에 대한 연구는 드문 편이나, 박재환·김승준(2012), 김은주·조용언(2012), 박미영(2012) 및 최동춘·서정록(2013) 등은 기업의 조세회피활동에 있어 외부감사인의 역할에 대해 분석하고 있다.

박재환·김승준(2012)은 조세회피행위가 감사위원회의 도입과 동일 감사인의 세무조정서비스에 의해 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석 결과, 조세회피행위와 기업가치는 음(-)

의 관계를 보였으나, 감사위원회를 도입한 기업의 경우 조세회피행위와 기업가치는 양(+)¹¹⁾의 관계를 나타냈다. 추가로 표본을 동일 감사인에 의해 세무조정서비스를 받는 기업과 그렇지 않은 기업으로 구분하여 분석한 결과, 감사위원회를 도입하고 동일 감사인의 세무조정서비스를 받은 기업에서의 조세회피행위가 기업가치와 유의한 양(+)¹¹⁾의 관계가 있는 것으로 나타났다.

김은주·조용언(2012)은 조세회피, 감사품질¹¹⁾ 및 타인자본비용의 관련성에 대해 살펴보았는데, 조세회피기업과 타인자본비용 간에는 양(+)¹¹⁾의 유의적인 관련성이 있는 것으로 나타났으며, 감사인 규모와 타인자본비용 간에는 음(-)¹¹⁾의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 시장참여자들이 조세회피기업의 회계정보 신뢰성을 낮게 평가함으로 인하여 정보위험이 높아지는 대가로 타인자본비용이 증가하는 것이나, 감사품질이 높을수록 이러한 정보위험이 감소하여 타인자본비용이 낮아짐을 의미한다.

박미영(2012)은 감사인의 특성과 조세회피의 관련성에 대하여 분석하였는데, 감사인의 특성 변수로서 감사보수, 감사인규모, 감사인 교체여부 및 감사인에 의한 세무조정서비스 제공여부 등 네 가지를 사용하였다. 연구 결과, 감사보수와 조세회피와 유의적인 관계나 나타나지 않았으나, 비정상감사보수와 조세회피는 유의적인 양(+)¹¹⁾의 관계가 나타났다. 감사인규모는 유의적인 관련성이 없는 것으로 나왔으나, 감사인교체와 조세회피는 유의한 양(+)¹¹⁾의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 한편 감사인의 세무조정서비스 제공 여부와 조세회피는 유의적인 관계를 보이지 않았으나, 세무조정서비스 제공 여부는 비정상감사보수 및 감사인교체와 조세회피간의 관련성에 음(-)¹¹⁾의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

박한순 외(2013)는 감사인의 감사노력으로 기업의 이익조정이 억제할 수 있는 것과 마찬가지로, 감사인이 감사시간을 많이 투입할수록 기업의 조세회피가 억제되어 회계이익과 과세소득 차이 중 재량적 부분이 감소할 것으로 예상하고 이를 실증하였다. 실증 결과, 감사인이 조세회피활동을 하는 기업에 대하여 비정상감사시간으로 측정한 감사노력을 많이 투입할수록 조세회피가 감소하는 것으로 나타났다.

나. 산업전문감사인 관련 선행연구

최근의 연구에 따르면 조세회피는 대리인이론의 관점에서 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 이러한 관점의 연구는 경영자에 대한 효과적인 감시기능은 대리인비용의 감소, 즉 주주의 부가 경영자의 사적이익으로 전용되지 않도록 하는 역할을 수행함으로써 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향을 완화시키는데 기여할 수 있는지 여부에 관한 연구로 확장되었다.

경영자에 대한 감시를 효과적으로 수행하기 위해서는 내부적으로 기업의 지배구조가 잘 정비되어 있어야 할 것이다. 하지만 만약 이러한 기업의 내부지배구조가 취약하다면, 외부 지배구조

11) 김은주·조용언(2012)의 연구에서는 감사품질의 측정치로 감사인규모(BIG 4 여부)를 사용하였다.

인 외부감사인의 역할이 보다 중요한 변수가 될 것이고, 이로 인하여 경영자와 주주 사이의 정보비대칭이 감소되어 기업가치 제고에 기여할 수 있을 것이다. 본 연구는 조세회피에 영향을 미치는 감사인의 특성에 주목하고, 이러한 특성 중 감사인의 산업전문성이 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향을 완화시키는 역할을 할 것으로 예상한다. 이하 감사인의 산업전문성에 관한 선행연구를 살펴보기로 한다.

많은 선행연구들에서는 높은 감사품질(audit quality)이 정보비대칭을 감소시킴으로서 기업의 정보환경 개선에 기여한다고 보았다(Francis et al. 1999, Willenborg 1999, Weber and Willenborg 2003). 외부감사인의 감사품질에 영향을 미치는 주요 요인으로 많은 연구들은 감사인규모(BIG 4 여부)를 이용하였다(Becker et al. 1998, Teoh and Wong 1993). 예를 들어, Becker et al.(1998)의 경우 감사품질과 이익조정(earnings management)과의 관련성에 대해 분석하였는데, BIG 6¹²⁾에 의해 감사를 받은 기업에 비하여 non-BIG 6에게 감사를 받은 기업의 재량적발생액이 더 크다는 것을 실증하였다.

이와 같이 기존의 연구들은 감사품질에 영향을 미치는 요인으로 주로 감사인규모를 제시하고 있다. 하지만, 대리인비용에 영향을 미치는 요인으로 산업의 특성을 보다 잘 파악할 수 있는 산업별 전문성(industry expertise)이 중요하며(Anderson et al. 1993), 또한 기업이 속한 산업의 특성을 잘 이해하고 있는 산업전문감사인(industry specialist)의 감사서비스가 감사품질에 중대한 영향을 미칠 수 있다는 연구들도 등장하였다(Craswell et al. 1995, Dunn et al. 2000, Balsam et al. 2003, Casterella et al. 2004).

Craswell et al.(1995)은 산업전문감사인인 BIG 8의 경우 산업전문감사인이 아닌 BIG 8보다 평균적으로 높은 감사보수를 받음을 실증함으로써 산업별 전문성에 대한 프리미엄이 존재한다고 보았다.

Dunn et al.(2000)은 감사인의 산업전문성을 갖춘 BIG 5의 감사서비스가 품질이 높은지를 검증하기 위하여 산업전문감사인과 피감사기업의 공시품질의 관련성에 대해 살펴보았다. 연구 결과, 이 둘은 양(+)의 관계를 보임으로써 산업전문감사인이 보다 높은 공시품질의 제공에 기여하는 것으로 나타났다.

Balsam et al.(2003)은 Big 6로부터 감사서비스를 제공받은 기업들을 대상으로 하여 산업전문감사인으로부터 감사를 받은 기업과 그렇지 않은 기업의 재량적발생액과 이익반응계수(earnings response coefficients)를 살펴보았다. 산업별 전문성은 관측가능하지 않은 변수이므로 이들은 다양한 대용치를 사용하여 분석을 하였는데, 분석 결과, 산업전문감사인으로부터 감사를 받은 기

12) 국제적인 대형회계법인은 당초 BIG 8에서 합병 등으로 BIG 6로 되었다가, 1998년에 BIG 5로 재편되었으나, 2001년 엔론사태(Enron scandal)로 Arthur Andersen이 파산함으로써 인하여 BIG 4로 다시 재편되어 현재까지 대형회계법인은 BIG 4로 불린다. 우리나라의 BIG 4는 PricewaterhouseCoopers(PwC)와 제휴를 맺고 있는 삼일, KPMG와 제휴를 맺고 있는 삼정, Deloitte Touche Tohmatsu와 제휴를 맺고 있는 안진, Ernst & Young과 제휴를 맺고 있는 한영회계법인을 일컫는다.

업의 경우 재량적발생액은 낮게, 이익반응계수는 보다 높게 나타났다.

Casterella et al.(2004)은 감사인의 산업전문성에 따라 감사보수가 높아진다고 보았으나, 이는 피 감사기업의 협상력에 따라 달라진다고 보았다. 연구 결과, 기업규모가 작은 기업은 규모가 큰 기업에 비하여 협상력이 부족하기 때문에 그에 따라 산업전문감사인에게 높은 감사보수를 지급하는 것으로 나타났다.

나종길·최기호(2005)는 산업전문감사인에 의해 감사를 받은 기업들의 회계이익의 질이 높은 지를 실증함으로써, 산업전문성에 따른 회계감사품질의 차이를 분석하였다. 연구 결과, 산업별로 전문화된 회계감사인의 피감사기업들이 그렇지 않은 기업에 비하여 이익의 질이 높은 것으로 나타났으며, 특히 규모가 큰 기업일수록 산업전문감사인이 보다 높은 품질의 감사서비스를 제공한다고 보았다.

또한 나종길·최기호(2006)는 BIG 5를 대상으로 산업전문성과 감사보수 간의 관련성에 대해서도 분석하였다. 산업별 전문성과 회계감사보수와 유의적인 관련성을 보이지 않았으나, 산업전문성이 월등히 높은 경우 우월한 교섭력을 발휘하여 보다 높은 감사보수를 받는 것으로 나타났다.

권수영 외(2008)는 감사인의 강제교체가 감사품질과 감사보수에 미치는 영향에 대하여 분석하였는데, 계속감사기간이 길고 감사인이 산업전문성이 있을 때 감사품질이 높은 것으로 나타났다. 특히 산업전문성이 있는 경우에는 계속감사기간이 길지 않은 경우에도 감사품질이 높은 것으로 나타났는데, 이에 대해 산업전문성감사인의 경우 이미 그 산업에 대한 지식과 경험이 축적된 상태이기 때문에 감사기간이 길지 않더라도 피감사기업에 대한 이해가 높기 때문인 것으로 해석하고 있다.

나종길·이은철(2009)은 자본시장의 투자자들이 실제로 감사품질의 차이를 인식하는지 여부를 검증하기 위하여 이익발표 후 잔류현상이 감사인 유형에 따라 차이를 보이는지 분석하였다. 분석 결과, 감사인이 Big 4인지 여부에 따른 잔류현상은 차이가 있는 것으로 나타났으나, 산업전문감사인 여부에 따른 잔류현상은 뚜렷한 차이가 나타나지 않았다.

정석우 외(2014)의 연구에서는 비정상감사보수 수준에 따라 산업전문감사인이 산업비전문감사인에 비해 재량적 발생액을 억제하는데 있어 차이가 있는지를 살펴보았다. 선행연구의 예상과 달리 산업전문감사인이 감사한 피감사기업이 산업비전문감사인이 감사한 피감사기업과 비교해서 산업전문감사인 측정치의 대부분이 기업의 재량적 발생액 수준을 낮춘다는 결과는 관찰되지 않았다.

2. 가설의 설정

기업의 조세회피활동으로 인하여 기업의 세후현금흐름이 개선될 것이고, 이러한 효익이 주주의 부로 귀속될 것이라는 것이 전통적인 조세회피에 대한 견해였다. 하지만 이와 달리, 이를 대

리인이론의 측면에서 접근하여 기업의 조세회피활동이 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높다는 견해의 연구가 있다(Slemrod 2004, Chen and Chu 2005, Crocker and Slemrod 2005, Desai and Dharmapala 2006, Desai et al. 2007, 기은선 2012, 손언승 외 2012, 강정연·고종권 2014). 즉, 소유권이 분산되고 통제권이 분리되면서 주주와 경영자간의 정보비대칭이 점차 심화되었을 것이고, 이로 인하여 기업의 조세회피활동은 주주의 부를 증가시키기 보다는 경영자의 사적이익추구에 이용되었을 가능성이 있다는 것이다.

대리인이론에 따르면 주주와 경영자 간의 정보비대칭으로 인하여 기업의 조세회피활동이 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 본다. 하지만, 효과적인 감시기능을 통하여 이러한 주주와 경영자 간의 정보비대칭을 감소시키거나, 혹은 주주와 경영자 간의 이해관계를 일치시킬 수 있다면, 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향을 완화시킬 수 있을 것이다. 이와 같은 요인으로 대주주지분율과 외국인지분율 등 기업의 지배구조를 고려하여, 기업의 지배구조가 우수할수록 부정적인 조세회피를 감소시킬 것이라는 연구들이 다수 존재한다(Desai and Dharmapala 2006, Desai and Dharmapala 2009, Wilson 2009, Dyreng et al. 2010, 기은선 2012, 강정연·고종권 2014).

이외에 경영자에 대한 효과적인 감시기능을 수행하여 주주와 경영자 간의 정보비대칭을 감소시키는 역할을 하는 기업의 외부지배구조로서 감사인의 특성이 기업의 조세회피활동에 미치는 영향에 주목한 연구들도 있다(박재환·김승준 2012, 김은주·조용언 2012, 박미영 2012, 박한순 외 2013, 최동춘·서정록 2013). 즉, 선행연구들에서는 감사인이 감사품질을 높임으로써 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향을 감소시킬 수 있는 것으로 보았는데, 이러한 감사품질은 감사인규모(BIG4 여부), 감사시간, 감사보수 등으로 측정하였다. 하지만 감사품질에 영향을 미치는 요인으로 이러한 감사인의 규모 등의 변수뿐만 아니라 감사인의 산업별 전문성도 중요하다는 연구들이 존재한다(Craswell et al. 1995, Dunn et al. 2000, Balsam et al. 2003, Casterella et al. 2004).

따라서 본 연구에서는 이러한 감사인의 산업전문성이 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 산업전문감사인은 경영자에 대한 효과적인 감시를 할 수 있는 중요한 기업의 외부지배구조이며, 이들은 경영자와 주주 간 정보비대칭을 해소하여 조세회피활동이 경영자의 사적이익추구로 흐르지 않도록 하는 역할을 할 것이다. 본 연구에서는 산업전문감사인이 경영자의 사적이익추구에 의하여 주주의 부가 침해되는 것을 방지하여 기업가치가 감소되는 정도를 줄일 수 있을 것으로 예상하고 다음과 같은 가설을 설정하여 이를 검증하고자 한다.

가설 : 산업전문감사인에 의해 감사받은 기업은 조세회피로 인한 기업가치 감소효과가 완화될 것이다.

III. 연구설계

1. 연구모형

본 연구는 산업전문감사인이 조세회피가 기업가치의 관계에 어떠한 영향을 미치는 지에 대해 검증하는 것이 목적이다. 산업전문감사인이 기업의 조세회피활동이 기업가치에 부정적인 영향을 완화시킬 것이라는 본 연구의 가설을 검증하기 위하여, 다음과 같이 조세회피활동과 산업전문감사인의 상호작용변수($TS * MS$)를 모형에 포함하였다. 상호작용항의 회귀계수가 양(+)의 부호를 나타내면 산업전문감사인이 대리인문제를 어느 정도 해소하여 조세회피활동으로 인한 기업가치 감소효과를 완화시키는 것으로 볼 수 있다. 또한 관심변수 외에 선행연구에서 기업가치에 영향을 미치는 것으로 나타난 다양한 통제변수들을 회귀모형에 포함하였다(김영숙·이재훈 2000, 신현한 외 2004, Black et al. 2006, Desai and Dharmapala 2006, 고윤성 외 2007, 기은선 2012, 강정연·고종권 2014 등).

$$\begin{aligned}
 TQ_i(\text{또는 } MTB_i) = & a_0 + a_1 TS_i + a_2 MS_i + a_3 TS * MS_i + a_4 BIG_i + a_5 SIZE_i \\
 & + a_6 LEV_i + a_7 ROA_i + a_8 LOSS_i + a_9 GRW_i + a_{10} CFO_i \\
 & + a_{11} PPE_i + a_{12} INTAN_i + a_{13} RND_i + a_{14} RISK_i + a_{15} ADS_i \\
 & + a_{16} ISSUE_i + a_{17} OWNER_i + a_{18} AGE_i + a_{19} FRGN_i + a_{20} VOL_i \\
 & + \Sigma YEAR_D + \Sigma IND_D + \epsilon_i
 \end{aligned} \quad (1)$$

- 단, TQ_i = (보통주 시장가치+우선주 시장가치+부채 장부가액)/총자산 장부가액
 MTB_i = (보통주 시장가치+우선주 시장가치)/자기자본 장부가액
 TS_i = Desai and Dharmapala(2006)의 방법에 따라 추정된 BTD의 잔차
 MS_i = 감사인이 산업전문감사인이면 1, 아니면 0
 BIG_i = 감사인이 BIG 4(삼일, 삼정, 안진, 한영회계법인)인 경우 1, 아니면 0
 $SIZE_i$ = 총자산의 자연로그값
 LEV_i = 총부채/총자산
 ROA_i = 당기순이익/기초총자산
 $LOSS_i$ = 당기에 손실을 보고했으면 1, 아니면 0
 GRW_i = (당기매출액-전기매출액)/전기매출액
 CFO_i = 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산
 PPE_i = (유형자산-토지-건설중인자산)/기초총자산
 $INTAN_i$ = 무형자산/기초총자산
 RND_i = 연구개발비/매출액
 $RISK_i$ = ((기초매출채권+기말매출채권+기초재고자산+기말재고자산)/2)/총자산
 ADS_i = 광고선전비/매출액

- $ISSUE_i$ = 주식 발행액이 전기보다 10% 이상 증가한 기업이면 1, 아니면 0
 $OWNER_i$ = 최대주주 및 특수관계자 보유비중(%)
 AGE_i = 기업연령(설립연수에 자연로그를 취한 값)
 $FRGN_i$ = 외국인투자지분율
 VOL_i = 주식수익률 60개월의 표준편차
 $YEAR_D$ = 연도더미
 IND_D = 산업더미
 ϵ_i = 잔차항

2. 변수의 측정

가. 기업가치(TQ 및 MTB)의 측정

본 연구에서는 기업가치에 대한 대용치로 *Tobin's Q*를 이용하였다. *Tobin's Q*는 기업의 시장가치 대비 자산의 대체원가(replacement cost)를 말하는 것으로, 기업가치의 대용치로서 널리 이용되고 있다. *Tobin's Q*를 측정하기 위한 분자에는 자본(보통주 및 우선주)의 시장가치와 부채의 시장가치를 합한 금액을 사용하는 것이 원칙이나, 부채의 경우 시장가치에 대한 자료 이용의 제한으로 인하여 본 연구에서는 부채의 시장가치 대신 여러 선행연구에서와 같이 부채의 장부가액을 이용하기로 한다(신현한 외 2004, 고윤성 외 2007, 기은선 2012, 손연승 외 2012, 강정연 · 고종권 2014 등), 또한 *Tobin's Q*의 분모에는 자산의 대체원가를 사용하여야 하나, 역시 측정의 어려움으로 대부분의 선행연구에서와 같이 자산의 대체원가 대신 총자산의 장부가액을 이용하기로 한다.¹³⁾

$$Tobin's\ Q = \frac{\text{보통주 시장가치} + \text{우선주 시장가치} + \text{부채 장부가액}}{\text{총자산 장부가액}} \quad (2)$$

또한, 기업가치의 측정치로서 *Tobin's Q* 외에도 순자산의 시장가치 대비 순자산의 장부가액 비율인 Market-to-Book Ratio(이하, MTB)도 사용하여 기업의 조세회피활동이 기업가치에 미치는 영향에 대해 추가로 분석하였다(신현한 외 2004, Black et al 2006, 고윤성 외 2007, 전주성 2011, 기은선 2012, 손연승 외 2012 등).

13) Chung and Pruitt(1994)은 용이하게 입수가 가능한 재무 및 회계정보만을 이용하여 *Tobin's Q*를 측정하였는데(approximate q), 이를 보다 이론적으로 정밀하게 *Tobin's Q*를 측정한 Lindenberg and Ross(1981)의 모형(L-R q)과 비교하였다. 연구 결과, approximate q로 L-R q를 96.6% 이상 설명할 수 있는 것으로 나타났다. Chung and Pruitt(1994)이 측정한 approximate q에서는 부채를 시장가치가 아닌 장부가액으로 측정하였는데, 이후의 많은 연구에서도 *Tobin's Q*를 산정함에 있어 분자의 구성요소인 부채의 시장가치 대신 장부가액을 사용하고 있다. 따라서 본 연구에서도 부채는 시장가치가 아닌 장부가액으로 측정하여 산식에 포함하였다.

$$MTB = \frac{\text{보통주 시장가치} + \text{우선주 시장가치}}{\text{자기자본 장부가액}} \quad (3)$$

나. 조세회피(TS)의 측정

본 연구에서는 Desai and Dharmapala(2006)가 제안한 방법으로 조세회피를 측정하였는데, 이들은 세전이익과 과세소득¹⁴⁾의 차이(book tax difference, BTD) 중 총발생액(total accruals, TA)으로 설명되지 않는 부분을 조세회피활동(tax sheltering activity, TS)으로 보았다. 즉, 다음 식 (4)를 이용한 회귀분석(연도별, 산업별) 결과 추정된 잔차($\epsilon_{i,t}$)를 조세회피 측정치(TS)로 이용하였다. 여기에서 기업의 조세회피활동은 잔차인 TS의 값과 비례한다고 해석할 수 있다.

$$BTD_{i,t} = \beta_1 TA_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

단, $BTD_{i,t}$ = (법인세차감전이익 - 추정과세소득)/기초총자산
 $TA_{i,t}$ = 총발생액/기초총자산

한편 식 (4)에서 BTD의 계산을 위한 과세소득은 현재 공시되지 않는 자료이므로 추정에 의존할 수 밖에 없다. 본 연구에서는 선행연구에서 많이 사용되고 있는 박승식 외(2006)의 연구에서 제안한 법인세부담액¹⁵⁾을 법정세율로 환산¹⁶⁾하는 방법을 사용하여 과세소득을 추정하였다(기은선 2012, 손연승 외 2012, 강정연 · 고종권 2014). 이렇게 추정된 과세소득과 세전이익과의 차이가 BTD가 된다.

14) 한편 BTD의 계산을 위한 과세소득은 현재 공시되지 않는 자료이므로 추정에 의존할 수 밖에 없다. 본 연구에서는 박승식 외(2006)의 연구에서 제안한 방법을 사용하여 과세소득을 추정하였다.

15) 박승식 외(2006)의 연구에서는 기업이 실질적으로 부담하는 법인세부담액을 손익계산서상의 법인세비용에 이연법인세차(대)를 가산(차감)하여 측정하였다.

16) 박승식 외(2006)는 전술한 바와 같이 계산된 법인세부담액을 1.1로 나눈 후(1.1로 나누는 이유는 법인세부담액에 포함된 지방소득세를 제거하기 위해서이다), 이를 해당 구간별 세율로 나누어 과세소득을 추정하였다. 본 연구의 경우 연도별 추정과세소득의 산정근거는 다음과 같다(단, 아래식은 연도별 과세표준이 1억 또는 2억을 초과하여 높은 세율을 적용받은 기업을 대상으로 과세소득을 추정하는 산식만을 제시한 것이다. 낮은 세율이 적용되는 경우 추정과세소득은 ‘(법인세부담액 ÷ 1.1) ÷ 낮은 세율’로 계산한다).

① 2001년 : {(법인세부담액 ÷ 1.1 - 16,000,000)} ÷ 0.28 + 100,000,000

② 2002년~2004년 : {(법인세부담액 ÷ 1.1 - 15,000,000)} ÷ 0.27 + 100,000,000

③ 2005년~2007년 : {(법인세부담액 ÷ 1.1 - 13,000,000)} ÷ 0.25 + 100,000,000

④ 2008년 : {(법인세부담액 ÷ 1.1 - 22,000,000)} ÷ 0.25 + 200,000,000

⑤ 2009년 : {(법인세부담액 ÷ 1.1 - 22,000,000)} ÷ 0.22 + 200,000,000

⑥ 2010년 : {(법인세부담액 ÷ 1.1 - 20,000,000)} ÷ 0.22 + 200,000,000

한편, 연도별 과세표준 구간별 법인세율은 다음과 같다.

다. 산업전문감사인(MS)의 측정

감사인의 산업전문성을 측정하기 위한 산업은 통계청장이 고시하는 한국표준산업분류 중분류를 기준으로 하여 구분하였다(나종길·최기호 2005, 2006, 박재환·박수근 2007, 권수영 외 2008, 정석우 외 2014). 산업전문성은 관측 가능하지 않은 것이므로, 선행연구들에서는 시장점유율(market share, MS)을 기본으로 하여 다양한 방식으로 산업전문성을 측정하여 왔다. Balsam et al.(2003)은 시장점유율에 따라 측정한 두 개의 연속변수(continuous variables)와 시장점유율 및 시장지배력에 따라 측정한 세 개의 더미변수(dummy variables)를 이용하여 총 다섯 가지 방식으로 산업전문성을 측정하였다.¹⁷⁾

본 연구에서는 Balsam et al.(2003), 나종길·최기호(2006), 정석우 외(2014) 등의 연구에서 사용한 시장점유율 접근법(market share approach)에 근거하여 다음과 같이 네 가지 방식으로 감사인의 산업전문성을 측정하였다. 감사인의 산업 내 시장점유율은 선행연구들에서와 마찬가지로 피감사기업 총자산의 제공근을 기준으로 하였다.¹⁸⁾

- ① MSA : 피감사기업의 자산총계를 기준으로 한 시장점유율
- ② MS_A1 : 피감사기업의 자산총계 기준 시장점유율이 1위인 산업전문감사인이면 1, 그렇지 않으면 0
- ③ MS_A2 : 피감사기업의 자산총계 기준 시장점유율이 1위와 2위인 산업전문감사인이면 1, 그렇지 않으면 0
- ④ MS_A3 : 피감사기업의 자산총계 기준 시장점유율이 1위이면서 2위와 격차가 10% 이상인 산업전문감사인이면 1, 그렇지 않으면 0

위 측정치 중 ‘①’은 연속변수의 형태이고, ‘②, ③, ④’는 더미변수의 형태이다.

과세표준	2001년	2002년~2004년	2005년~2007년	2008년	2009년	2010년
2억초과	N/A			25%	22%	22%
2억이하				11%	11%	10%
1억초과	28%	27%	25%	N/A		
1억이하	16%	15%	13%			

17) Balsam et al.(2003)은 ① 시장점유율이 1위인 감사인, ② 시장점유율 면에서 1위와 2위의 감사인, ③ 시장점유율이 1위이면서도 동시에 시장점유율 면에서 2위와 10% 이상의 격차를 보이는 감사인, ④ 각 산업 내 피감사기업의 수, ⑤ 각 산업 내 시장점유율 등으로 산업전문성을 측정하였다. 이들 중 ④와 ⑤의 경우 연속변수이고, 나머지 ①, ②, ③은 더미변수의 형태이다.

18) 피감사기업의 자산총계를 기준으로 한 산업전문성 측정치 외에도 피감사기업의 수를 산업전문성 측정치에 포함하여 분석한 선행연구들도 존재한다. 본 연구에서도 정석우 외(2014)의 방법에 따라 피감사기업의 수를 기준으로 측정한 감사인의 산업전문성을 변수에 추가하여 분석하였는데, 결과는 피감사기업의 자산총계를 기준으로 한 경우와 질적으로 차이가 없었다.

라. 통제변수

BIG_i 은 감사인이 BIG4인지 여부를 나타내는 더미변수이며, BIG4에게 감사를 받은 기업은 정보환경이 개선되어 경영자에 대한 감시기능이 효과적으로 수행될 가능성이 크며, 이로 인한 대리인 비용의 감소와 회계정보의 신뢰성 개선을 기대할 수 있다(Frnacis et al. 1999, Krishnan 2003). 따라서 BIG4 감사 여부와 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보아 기업가치와 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상한다.

기업의 규모를 통제하기 위하여 기업규모($SIZE_i$)를 통제변수에 포함하였다. 기업규모는 다양한 방법으로 측정될 수 있으나, 본 연구에서는 많은 선행연구에서처럼 총자산의 자연로그값으로 기업규모를 측정하였다. 기업규모가 기업가치에 미치는 영향에 대해서는 견해가 다양하므로 부호는 예측하지 않는다.¹⁹⁾

기업의 부채비율이 기업가치에 미치는 효과를 통제하기 위하여 총자산 대비 총부채로 측정된 부채비율(LEV_i)을 모형에 포함하였다. 부채비율의 증가는 법인세절감효과(tax benefit)로 인한 가중평균자본비용의 감소 등으로 인하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 견해(Modigliani and Miller 1963, Ross 1977)가 있는 반면, 자본조달순서이론(pecking order theory)²⁰⁾에 따라 부채비율의 증가가 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 견해도 있다(Myers 1984). 따라서 부채비율이 기업가치에 미치는 영향에 대한 부호는 예측하지 않는다.

당기순이익을 기초총자산으로 나누어 계산한 수익성지표인 자산이익률(ROA_i)이 높은 기업은 수익성이 낮은 기업에 비하여 투자 여력이 크다고 볼 수 있으므로 통제변수에 포함하였다(Servaes and Henri 1996, 신현한 외 2004, 고윤성 외 2007, 강정연·고종권 2014). 자산이익률과 기업가치는 양(+)의 관련성이 있을 것으로 예상한다.

$LOSS_i$ 는 당기에 손실을 보고한 기업인지 여부를 나타내는 더미변수이며, 기업이 보고한 손실이 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위하여 모형에 포함하였다(최정호·이정우 2008). 손실은 기업가치에 음(-)의 영향을 미친다고 보는 게 일반적인 견해이지만, 이러한 손실이 경제적 실질을 반영한 손실(real economic losses)이 아닌 보수주의(conservatism) 회계처리로 인하여 발생한 손실이거나 성장단계의 기업의 손실인 경우에는 미래 이익창출에 기여하는 반전현상이 발생할 수 있으므로 기업가치에 양(+)의 영향을 미칠 수도 있다(McCallig 2003). 따라서 기업의 당기 손실 여부가 기업가치에 미치는 영향에 대한 부호는 예측하지 않는다.

19) 기업규모가 클수록 규모의 경제, 시장에 대한 독점력 행사 등으로 인하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있지만, 정보비대칭으로 인한 대리인비용의 증가, 기업 내부의사결정구조의 경직 등으로 인하여 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다(Berger and Ofek 1995).

20) 자본조달순서이론(pecking order theory, POT)란 기업이 외부자금을 조달하는 것보다 내부자금을 조달하는 비용이 낮기 때문에 자본조달에 있어 내부자금을 먼저 사용한다는 이론이다.

성장성지표인 매출액성장률(GRW_i)은 당기 매출액에서 전기 매출액을 차감하고 이를 전기 매출액으로 나누어 측정하였다. 매출액성장률이 클수록 미래 성장기회가 크다고 볼 수 있으므로 (Yermack 1996, Desai and Dharmapala 2009), 기업가치에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

영업활동으로 인한 현금흐름을 총자산으로 나눈 변수인 CFO_i 를 통제변수에 포함하였다. 영업현금흐름이 클수록 향후 기업이 이익창출에 사용할 수 있는 자원이 많아지는 것으로 볼 수 있으므로(Francis et al. 2005, Ecker et al. 2006), 영업활동으로 인한 현금흐름은 기업가치에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

PPE_i 는 유형자산에서 토지와 건설중인자산을 차감한 값을 기초총자산으로 나누어 측정하였는데, 이는 기업의 자본집약도(capital intensity) 정도를 나타내는 것이다. Black et al.(2006)은 이러한 자본집약도가 기업가치에 영향을 줄 것으로 보고 있다. 자본집약도는 기업의 성장기회로 볼 수 있으므로 본 연구에서는 기업가치에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

무형자산을 기초총자산으로 나눈 $INTAN_i$ 과 연구개발비를 매출액으로 나눈 RND_i 는 기업의 미래 성장전망(growth prospects)에 대한 대응치로서, 기업가치에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다(Chang 2003, Black et al. 2006, Desai and Dharmapala 2009).

연평균 매출채권과 재고자산을 총자산으로 나누어 측정한 $RISK_i$ 는 기업의 영업위험을 나타내는 것으로, 이러한 기업의 영업위험은 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것으로 보고 있다(최정호 · 이정우 2008, 손연승 외 2012). 따라서 영업위험과 기업가치는 음(-)의 관련성이 있을 것으로 예상된다.

광고선전비를 매출액으로 나누어 측정한 ADS_i 는 기업의 단기적 투자정책의 하나로 볼 수 있으며, 합리적인 경영자에 의한 광고비지출은 기업가치의 증가로 이어질 가능성이 높은 것으로 볼 수 있으므로(최정호 · 이정우 2008, 손연승 외 2012), 기업가치에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

주식발행액이 전기보다 10% 이상 증가한 기업인지 여부를 나타내는 변수인 $ISSUE_i$ 는 유상증자가 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위하여 모형에 추가하였다. 투자기회가설에 따르면 유상증자는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 볼 수 있다. 그러나 정보가설에 따르면 유상증자는 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다(Myers and Majulf 1984).²¹⁾ 따라서 유상증자가 기업가치에 미치는 영향에 대한 부호는 예상하지 않는다.

최대주주 및 특수관계자 보유비율을 나타내는 변수인 $OWNER_i$ 는 기업의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위하여 모형에 포함하였다. 이익침해가설에 따르면 최대주주 등 보유비율은 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있으나, 이해일치가설에 따르면 최대주주의 지

21) 정보가설(Information hypothesis)은 경영자와 주주 간의 정보비대칭으로 인하여 경영자는 기업의 내재 가치가 시장가치보다 높은 경우 주식을 발행할 것이므로 유상증자는 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 가설이다. 반면, 투자기회가설(investment opportunity hypothesis)은 유상증자로 인한 투자기회가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 가설이다.

분율과 기업가치는 양(+)의 관련성이 있다고 볼 수도 있다.²²⁾ 한편, 조세회피와 기업가치의 관계를 살펴본 우리나라의 선행연구들에 따르면 최대주주 등의 보유비중과 기업가치는 음(-)의 관련성이 있다는 연구결과를 대부분 보고하고 있으므로(고윤성 외 2007, 기은선 2012, 손언승 외 2012, 강정연·고종권 2014), 본 연구에서도 최대주주 및 특수관계자 보유비중은 기업가치에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상한다.

기업연령이 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위하여 설립 이후 경과연수에 자연로그를 취한 값으로 측정한 AGE_i 를 통제변수에 추가하였다. 기업연령이 오래된 기업의 경우 신생기업에 비해 상대적으로 성장기회가 낮다고 볼 수 있으므로(Khanna and Palepu 1999, Drobetz et al. 2004, Black et al. 2006), 기업연령은 기업가치에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상한다.

외국인투자지분율이 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위하여 매년 12월 31일 현재 외국인 개인투자자 및 기관이 보유하고 있는 보통주 주식수의 합을 기업의 총발행주식수로 나누어 측정한 $FRGN_i$ 를 통제변수에 추가하였다(Black et al. 2006, 고윤성 외 2007, 손언승 외 2012, 기은선 2012). 외국인투자자는 투자의사결정을 수행함에 있어 기업의 가치와 경영투명성을 중시하는 경향이 있으므로 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다(신현한 외 2004). 따라서 본 연구에서는 외국인투자자가 경영자에 대한 효과적인 감시기능을 수행하여 기업가치에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상한다.

기업의 주가와 관련된 위험을 통제하기 위하여 주가의 변동성(VOL_i)을 모형에 포함하였다(신현한 외 2004, Black et al. 2006, Desai and Dharmapala 2009). 주가의 변동성은 주식수익률 60개월의 표준편차로 측정하였는데, 손언승 외(2012)에 따르면, 위험이 높을수록 수익률이 높을 가능성이 있으므로 주가변동성은 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보았다. 본 연구에서도 주가변동성은 기업가치에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상한다.

마지막으로 연도 및 산업별 효과를 통제하기 위하여 연도더미($YEAR_D$)와 산업더미(IND_D)를 모형에 포함하였다.

3. 표본의 선정

본 연구는 2001년부터 2010년까지 유가증권시장에 상장된 기업 중 다음에 해당하는 3,607개의 표본기업을 대상으로 하여 진행되었다.²³⁾

22) 이익침해가설(expropriation of minority shareholder hypothesis)은 대주주가 지분확보를 통하여 경영자에게 사적이익 추구를 하는 방향으로 영향력을 행사하므로 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 가설이다(Berle and Means, 1932, Jensen and Meckling 1976). 반면, 이해일치가설(convergence of interest hypothesis)은 대주주의 경영자에 대한 감시활동으로 인하여 기업가치가 증가할 수 있다는 가설을 말한다(Morck et al. 1988).

23) 본 연구의 표본을 2010년까지로 한정 한 이유는 2011년 한국채택국제회계기준(Korean International

- (1) 금융업에 속하지 않는 기업
- (2) 12월말을 결산일로 하는 기업
- (3) 과세소득이 양(+)인 기업
- (4) 데이터베이스에서 재무자료 및 감사인 자료를 얻을 수 있는 기업

일반기업과 회계원칙의 적용실무가 상이한 금융업과 결산일이 12월말이 아닌 기업을 표본에서 제외하였다. 이는 결산일과 업종의 차이에 따른 영향을 제거하여 표본의 동질성 및 비교가능성을 제고하기 위한 것이다. 또한 과세소득이 음(-)인 기업은 조세회피의 유인이 그렇지 않은 기업에 비해 낮을 것이므로 표본에서 제외하였다(Desai and Dharmapala 2006, 고윤성 외 2007, 기은선 2012, 손언승 외 2012, 강정연·고종권 2014).

본 연구에 필요한 재무자료는 (주)에프엔가이드의 DataGuide에서 추출하였으며, 감사인의 산업 전문성을 측정하기 위한 회계법인 관련 자료는 NICE평가정보(주)의 KIS-VALUE에서 추출하였다. 해당 데이터베이스에서 자료를 구할 수 없는 기업도 표본에서 제외하였다. 또한 비정상적인 극단치(outlier)가 연구결과의 통계적 유의성에 미칠 왜곡현상을 제거하기 위하여 양 극단치 1% 이내의 값들을 각 1%에 해당하는 수치로 조정하였다.

IV. 연구결과

1. 기술통계량

<표 1>은 본 연구에서 사용된 변수들의 기술통계량을 제시한 것이다. 종속변수로 사용된 TQ_i 의 MTB_i 평균은 각각 1.075와 0.985로 서로 유사한 속성을 가지는 측정치임을 보여주고 있다. 기업의 조세회피활동을 나타내는 TS_i 평균은 0.004이고, 표준편차는 0.050으로 나타나 기업간 조세회피활동의 수준이 상당히 상이함을 알 수 있다.

Financial Reporting Standards, K-IFRS)의 도입으로 인한 회계환경의 변화 때문이다. 표본기간 제한에 미친 가장 큰 영향은 K-IFRS에서는 종속회사가 있는 기업들은 연결재무제표를 주재무제표로 한다는 점이다. K-IFRS 도입 이전에는 개별재무제표(individual financial statements)를 주재무제표로 하고, 연결재무제표를 보완적 재무제표로 하였으나, K-IFRS는 연결재무제표를 주재무제표로 하고, 지배회사의 개별재무제표인 별도재무제표(separate financial statements)를 보완적 재무제표로 하고 있다. 개별재무제표는 관계회사에 대한 투자지분을 지분법으로 평가하지만, 별도재무제표에는 관계회사에 대한 투자지분에 대해 지분법 평가를 하지 않고 원가법 혹은 공정가치법으로 평가한다. 이로 인하여, K-IFRS 도입 이전과 이후의 개별(혹은 별도)재무제표 간에는 비교가능성이 크게 저하된다. 따라서 본 연구에서는 K-IFRS 도입 이전인 2010년까지로 표본기업을 한정하였다. 향후 K-IFRS 이후의 기간이 충분히 누적되면, 그 기간만을 대상으로 연구를 수행하는 것이 바람직할 것으로 판단된다.

〈표 1〉 기술통계량 (n=3,607)

Variables	Mean	25%	Median	75%	Std. dev.
TQ	1.075	0.702	0.898	1.199	0.655
MTB	0.985	0.424	0.692	1.177	0.924
TS	0.004	-0.017	0.005	0.029	0.050
BIG	0.697	0.000	1.000	1.000	0.460
SIZE	19.608	18.554	19.305	20.395	1.455
LEV	0.427	0.292	0.433	0.559	0.181
ROA	0.050	0.021	0.048	0.081	0.057
LOSS	0.093	0.000	0.000	0.000	0.291
GRW	0.097	-0.011	0.076	0.179	0.216
CFO	0.065	0.018	0.062	0.111	0.078
PPE	0.210	0.109	0.183	0.280	0.138
INTAN	0.010	0.000	0.002	0.009	0.024
RND	0.006	0.000	0.000	0.006	0.012
RISK	0.280	0.180	0.270	0.369	0.140
ADS	0.010	0.000	0.001	0.007	0.019
ISSUE	0.067	0.000	0.000	0.000	0.250
OWNER	0.416	0.303	0.414	0.519	0.158
AGE	3.423	3.296	3.555	3.807	0.638
FRGN	11.902	0.398	4.574	19.161	15.500
VOL	0.529	0.402	0.499	0.633	0.177

- 단, TQ_i = (보통주 시장가치+우선주 시장가치+부채 장부가액)/총자산 장부가액
 MTB_i = (보통주 시장가치+우선주 시장가치)/자기자본 장부가액
 TS_i = Desai and Dharmapala(2006)의 방법에 따라 추정된 LTD의 잔차
 BIG_i = 감사인이 BIG4(삼일, 삼정, 안진, 한영회계법인)인 경우 1, 아니면 0
 $SIZE_i$ = 총자산의 자연로그값
 LEV_i = 총부채/총자산
 ROA_i = 당기순이익/기초총자산
 $LOSS_i$ = 당기에 손실을 보고했으면 1, 아니면 0
 GRW_i = (당기매출액-전기매출액)/전기매출액
 CFO_i = 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산
 PPE_i = (유형자산-토지-건설중인자산)/기초총자산

$INTAN_i$	= 무형자산/기초총자산
RND_i	= 연구개발비/매출액
$RISK_i$	= ((기초매출채권+기말매출채권+기초재고자산+기말재고자산)/2)/2
ADS_i	= 광고선전비/매출액
$ISSUE_i$	= 주식 발행액이 전기보다 10% 이상 증가한 기업이면 1, 아니면 0
$OWNER_i$	= 최대주주 및 특수관계자 보유비중(%)
AGE_i	= 기업연령
$FRGN_i$	= 외국인투자지분율
VOL_i	= 주식수익률 60개월의 표준편차
$YEAR_D$	= 연도더미
IND_D	= 산업더미
ϵ_i	= 잔차항

통제변수의 경우, 감사인이 BIG4인지 여부를 나타내는 더미변수인 BIG_i 의 평균은 0.697로, 표본기업 중 감사인이 BIG4인 비율이 69.7%임을 알 수 있다. 그 밖에 통제변수인 기업규모($SIZE_i$)의 평균은 19.608(중위수 19.305), 부채비율(LEV_i)의 평균은 0.427(중위수 0.433), 자산이익률(ROA_i)의 평균은 0.050(중위수 0.048), 당기에 손실을 보고한 기업인지 여부를 나타내는 더미변수인 $LOSS_i$ 의 평균은 0.093, 매출액 성장률(GRW_i)의 평균은 0.097(중위수 0.076), 영업현금흐름활동으로 인한 현금흐름을 총자산으로 나눈 변수인 CFO_i 의 평균은 0.065(중위수 0.062), 기업의 자본집약도를 나타내는 변수인 PPE_i 의 평균은 0.210(중위수 0.183), 무형자산을 기초총자산으로 나눈 $INTAN_i$ 의 평균은 0.010(중위수 0.002), 연구개발비를 매출액으로 나눈 RND_i 의 평균은 0.006(중위수 0.000), 기업의 영업위험을 나타내는 $RISK_i$ 의 평균은 0.280(중위수 0.270), 기업의 광고선전비를 매출액으로 나누어 측정한 ADS_i 의 평균은 0.010(중위수 0.001), 주식발행액이 전기보다 10% 이상 증가한 기업인지 여부를 나타내는 더미변수인 $ISSUE_i$ 의 평균은 0.067, 유상 최대주주 및 특수관계자 보유비중을 나타내는 변수인 $OWNER_i$ 의 평균은 0.416(중위수 0.414), 기업의 설립 이후 경과연수에 자연로그를 취한 값으로 측정한 AGE_i 의 평균은 3.423(중위수 3.555), 외국인투자지분율($FRGN_i$)의 평균은 11.902(중위수 4.574), 주가의 변동성(VOL_i)의 평균은 0.529(중위수 0.499)로 나타났다.

한편 관심변수인 산업전문성변수의 기술통계량은 <표 2>에 제시되어 있다. 피감사기업 자산총계의 제공근을 기준으로 측정된 시장점유율(연속변수)인 MSA 의 평균은 0.176(중위수 0.154)로 나타났는데, 이는 감사인의 산업별시장점유율평균을 의미한다. MS_A1 의 평균은 0.276로, 이는 피감사기업 자산총계의 제공근을 기준으로 측정된 시장점유율이 1위인 산업전문감사인으로부터 감사를 받은 표본이 전체 표본 중 27.6%임을 의미한다. 한편 MS_A2 의 평균은 0.469로, 이는 피감사기업 자산총계의 제공근을 기준으로 측정된 시장점유율이 1위와 2위인 산업전문감사인으로부터 감사를 받은 표본이 전체 표본 중 46.9%로 증가됨을 보여주고 있다. 또한 MS_A3 의

평균은 0.142로, 이는 피감사기업 자산총계의 제공근을 기준으로 측정된 시장점유율이 1위이면서 2위와의 격차가 10% 이상인 산업전문감사인으로부터 감사를 받은 표본이 전체 표본 중 14.2%임을 의미한다.

〈표 2〉 산업전문감사인 기술통계량 (n=3,607)

Variables	Mean	25%	Median	75%	Std. dev.
MSA	0.176	0.062	0.154	0.250	0.145
MS_A1	0.276	0.000	0.000	1.000	0.447
MS_A2	0.469	0.000	0.000	1.000	0.499
MS_A3	0.142	0.000	0.000	0.000	0.349

단, MSA = 피감사기업의 자산총계를 기준으로 한 시장점유율(연속변수)

MS_A1 = 피감사기업의 자산총계 기준 시장점유율이 1위인 산업전문감사인이면 1, 그렇지 않으면 0

MS_A2 = 피감사기업의 자산총계 기준 시장점유율이 1위와 2위인 산업전문감사인이면 1, 그렇지 않으면 0

MS_A3 = 피감사기업의 자산총계 기준 시장점유율이 1위이면서 2위와 격차가 10% 이상인 산업전문감사인이면 1, 그렇지 않으면 0

2. 상관관계분석

〈표 3〉은 기업가치에 영향을 미칠 것으로 예상되는 변수들 간의 상관관계를 분석한 결과이다. 대각선을 중심으로 하여 우측 상단은 모수분석인 Pearson의 적률상관계수를, 좌측 하단은 비모수분석인 Spearman의 순위상관계수를 제시하고 있다. 기업가치를 나타내는 TQ_i 와 산업전문성 측정치인 MSA_i , 기업의 조세회피활동을 나타내는 TS_i 는 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 기업가치에 영향을 미칠 것으로 보아 통제변수로 추가한 BIG_i , $SIZE_i$, LEV_i , CFO_i , PPE_i , $INTAN_i$, RND_i , ADS_i , $ISSUE_i$, $FRGN_i$ 은 기업가치와 유의한 양(+)의 관계에 있는 것으로, TA_i , $LOSS_i$, $RISK_i$, $OWNER_i$, AGE_i 는 기업가치와 유의한 음(-)의 관계에 있는 것으로 나타났다. 이는 대체적으로 통제변수들이 기업가치에 어떠한 영향을 미칠 것인지 예상한 바와 일치하는 결과이다. 반면, VOL_i 은 당초 예상과는 달리 기업가치와 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다.

〈표 3〉 상관관계 분석 결과

	TQ	TS	MSA	BIG	SIZE	LEV	ROA	LOSS	GRW	CFO	PPE	INTAN	RND	RISK	ADS	ISSUE	OWNER	AGE	FRGN	VOL
TQ		0.103 <.0001	0.184 <.0001	0.131 <.0001	0.210 <.0001	0.092 <.0001	0.314 <.0001	-0.062 <.0001	0.242 <.0001	0.256 <.0001	0.061 <.0001	0.261 <.0001	0.201 <.0001	-0.121 <.0001	0.179 <.0001	0.100 <.0001	-0.158 <.0001	-0.212 <.0001	0.343 <.0001	-0.033 <.0001
TS	0.120 <.0001		0.057 <.0001	0.039 <.0001	0.090 <.0001	-0.148 <.0001	0.504 <.0001	-0.399 <.0001	0.065 <.0001	0.340 <.0001	0.137 <.0001	-0.046 <.0001	-0.034 <.0001	-0.113 <.0001	-0.060 <.0001	-0.059 <.0001	-0.043 <.0001	0.103 <.0001	-0.048 <.0001	0.039 <.0001
MSA	0.186 <.0001	0.049 <.0001		0.546 <.0001	0.462 <.0001	0.074 <.0001	0.098 <.0001	0.002 <.0001	-0.007 <.0001	0.123 <.0001	0.104 <.0001	0.078 <.0001	0.012 <.0001	-0.175 <.0001	0.046 <.0001	-0.035 <.0001	-0.068 <.0001	-0.037 <.0001	0.295 <.0001	-0.084 <.0001
BIG	0.148 <.0001	0.029 <.0001	0.693 <.0001		0.349 <.0001	0.069 <.0001	0.065 <.0001	0.000 <.0001	-0.002 <.0001	0.088 <.0001	0.063 <.0001	0.060 <.0001	0.053 <.0001	-0.134 <.0001	0.021 <.0001	-0.050 <.0001	-0.010 <.0001	-0.027 <.0001	0.248 <.0001	-0.067 <.0001
SIZE	0.249 <.0001	0.068 <.0001	0.476 <.0001	0.363 <.0001		0.223 <.0001	0.079 <.0001	-0.044 <.0001	0.046 <.0001	0.101 <.0001	0.203 <.0001	0.058 <.0001	0.046 <.0001	-0.348 <.0001	0.026 <.0001	-0.040 <.0001	-0.148 <.0001	0.038 <.0001	0.491 <.0001	-0.189 <.0001
LEV	0.219 <.0001	-0.145 <.0001	0.082 <.0001	0.067 <.0001	0.214 <.0001		-0.380 <.0001	0.218 <.0001	0.093 <.0001	-0.166 <.0001	0.212 <.0001	0.094 <.0001	-0.105 <.0001	0.146 <.0001	-0.093 <.0001	0.100 <.0001	-0.122 <.0001	-0.006 <.0001	-0.097 <.0001	0.285 <.0001
ROA	0.353 <.0001	0.438 <.0001	0.089 <.0001	0.072 <.0001	0.067 <.0001	-0.381 <.0001		-0.612 <.0001	0.180 <.0001	0.438 <.0001	-0.015 <.0001	-0.057 <.0001	0.037 <.0001	-0.052 <.0001	0.113 <.0001	-0.086 <.0001	0.042 <.0001	-0.105 <.0001	0.274 <.0001	-0.174 <.0001
LOSS	-0.093 <.0001	-0.359 <.0001	0.010 <.0001	0.000 <.0001	-0.052 <.0001	0.188 <.0001	-0.504 <.0001		-0.105 <.0001		-0.227 <.0001	0.043 <.0001	-0.013 <.0001	0.000 <.0001	-0.040 <.0001	0.097 <.0001	-0.036 <.0001	0.049 <.0001	-0.094 <.0001	0.171 <.0001
GRW	0.244 <.0001	0.083 <.0001	0.005 <.0001	0.014 <.0001	0.070 <.0001	0.088 <.0001	0.215 <.0001	-0.135 <.0001		0.060 <.0001	0.098 <.0001	0.082 <.0001	-0.007 <.0001	0.014 <.0001	-0.033 <.0001	0.087 <.0001	0.025 <.0001	-0.066 <.0001	0.000 <.0001	0.000 <.0001
CFO	0.192 <.0001	0.325 <.0001	0.098 <.0001	0.091 <.0001	0.070 <.0001	-0.167 <.0001	0.442 <.0001	-0.227 <.0001	0.084 <.0001		0.202 <.0001	0.068 <.0001	0.065 <.0001	-0.092 <.0001	0.116 <.0001	-0.089 <.0001	-0.031 <.0001	-0.105 <.0001	0.245 <.0001	-0.078 <.0001
PPE	0.079 <.0001	0.146 <.0001	0.053 <.0001	0.061 <.0001	0.151 <.0001	0.171 <.0001	-0.023 <.0001	-0.027 <.0001	0.094 <.0001	0.248 <.0001		0.028 <.0001	-0.040 <.0001	-0.246 <.0001	-0.032 <.0001	0.011 <.0001	0.046 <.0001	-0.003 <.0001	0.073 <.0001	-0.073 <.0001
INTAN	0.224 <.0001	-0.022 <.0001	0.157 <.0001	0.164 <.0001	0.123 <.0001	0.105 <.0001	-0.024 <.0001	0.024 <.0001	0.030 <.0001		0.117 <.0001	0.0964 <.0001	0.0152 <.0001	0.183 <.0001	0.074 <.0001	0.045 <.0001	-0.083 <.0001	0.094 <.0001	0.037 <.0001	0.026 <.0001
RND	0.174 <.0001	-0.046 <.0001	0.082 <.0001	0.112 <.0001	0.106 <.0001	-0.024 <.0001	0.037 <.0001	-0.007 <.0001	-0.001 <.0001	0.066 <.0001	-0.007 <.0001	0.266 <.0001		0.045 <.0001	0.192 <.0001	0.027 <.0001	-0.096 <.0001	-0.034 <.0001	0.088 <.0001	-0.051 <.0001
RISK	-0.059 <.0001	-0.118 <.0001	-0.197 <.0001	-0.133 <.0001	-0.350 <.0001	0.153 <.0001	-0.035 <.0001	-0.012 <.0001	0.040 <.0001	-0.081 <.0001	-0.190 <.0001	-0.060 <.0001	0.067 <.0001		<.0001	0.068 <.0001	0.003 <.0001	0.058 <.0001	-0.192 <.0001	0.094 <.0001
ADS	0.004 <.0001	-0.059 <.0001	0.121 <.0001	0.108 <.0001	0.143 <.0001	-0.028 <.0001	0.118 <.0001	0.0354 <.0001	0.4739 <.0001	0.016 <.0001	0.117 <.0001	-0.035 <.0001	0.301 <.0001	0.033 <.0001	<.0001	-0.011 <.0001	-0.078 <.0001	0.164 <.0001	-0.049 <.0001	0.035 <.0001
ISSUE	0.089 <.0001	0.004 <.0001	-0.044 <.0001	-0.035 <.0001	-0.040 <.0001	0.099 <.0001	-0.072 <.0001	0.097 <.0001	0.060 <.0001	-0.088 <.0001	0.024 <.0001	0.008 <.0001	0.017 <.0001	0.0496 <.0001	0.016 <.0001	0.1056 <.0001	-0.048 <.0001	0.3192 <.0001	0.081 <.0001	0.171 <.0001
OWNER	-0.194 <.0001	0.049 <.0001	-0.049 <.0001	0.4618 <.0001	-0.012 <.0001	-0.132 <.0001	0.040 <.0001	-0.037 <.0001	0.019 <.0001	-0.028 <.0001	0.058 <.0001	-0.134 <.0001	-0.091 <.0001	0.084 <.0001	-0.113 <.0001	-0.046 <.0001	0.0036 <.0001	-0.069 <.0001	-0.195 <.0001	-0.124 <.0001
AGE	-0.166 <.0001	-0.054 <.0001	0.007 <.0001	-0.011 <.0001	0.149 <.0001	-0.022 <.0001	-0.128 <.0001	0.046 <.0001	-0.056 <.0001	-0.137 <.0001	0.030 <.0001	-0.060 <.0001	-0.027 <.0001	0.084 <.0001	0.064 <.0001	0.012 <.0001	-0.077 <.0001	0.012 <.0001	-0.005 <.0001	-0.005 <.0001
FRGN	0.387 <.0001	0.078 <.0001	0.326 <.0001	0.280 <.0001	0.564 <.0001	-0.091 <.0001	0.316 <.0001	-0.112 <.0001	0.069 <.0001	0.205 <.0001	0.027 <.0001	0.141 <.0001	0.166 <.0001	-0.218 <.0001	0.242 <.0001	-0.074 <.0001	-0.003 <.0001	-0.175 <.0001	-0.242 <.0001	-0.242 <.0001
VOL	-0.051 <.0001	-0.026 <.0001	-0.069 <.0001	-0.064 <.0001	-0.176 <.0001	0.278 <.0001	-0.156 <.0001	0.152 <.0001	-0.032 <.0001	-0.079 <.0001	-0.090 <.0001	-0.003 <.0001	-0.045 <.0001	0.068 <.0001	-0.060 <.0001	0.149 <.0001	-0.120 <.0001	-0.031 <.0001	-0.251 <.0001	-0.251 <.0001
	0.0024 <.0001	0.1246 <.0001	0.0001 <.0001	0.0001 <.0001	0.0001 <.0001	0.0001 <.0001	0.0001 <.0001	0.0001 <.0001	0.0547 <.0001	0.0001 <.0001	0.0001 <.0001	0.0001 <.0001	0.0001 <.0001	0.0001 <.0001	0.0001 <.0001	0.0001 <.0001	0.0001 <.0001	0.0001 <.0001	0.0001 <.0001	0.0001 <.0001

주1) 대각선 빈칸을 기준으로 위는 피어슨 상관관계수(Pearson correlation coefficient)이며 아래는 스피어만 상관관계수(Spearman correlation coefficient)를 의미함.

2) 빈수의 정의는 <표 1> 및 <표 2> 참조

3. 조세회피와 기업가치와의 관계에 대한 실증분석

본 연구는 산업전문감사인이 대리인비용을 감소시키는 역할을 함으로써 산업전문감사인으로 부터 감사를 받은 기업의 경우 조세회피활동이 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 완화될 것이라는 가설을 검증하는 것이 목적이다. 본 연구의 가설을 검증하기 위해서는 대리인이론에 따라 기업의 조세회피활동이 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 지에 대한 확인이 필요하다. 즉, 기업의 조세회피활동이 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 선행연구들의 결과가 본 연구의 표본기업에서도 일관되게 나타나는 지 여부를 확인한 다음 본 연구의 가설을 검증해야 할 필요성이 있는 것이다. 다음의 식은 기업의 조세회피활동이 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 기존 연구들의 결과가 본 연구의 표본에서도 나타나는지 검증하기 위한 모형이다. 기업의 조세회피활동을 나타내는 TS (tax sheltering activity)의 회귀계수가 음(-)의 부호를 나타내면 대리인이론에 따라 기업의 조세회피활동으로 인하여 기업가치가 감소한다는 것을 의미한다.

$$\begin{aligned}
 TQ_i (\text{또는 } MTB) = & a_0 + a_1 TS_i + a_2 MS_i + a_3 BIG_i + a_4 SIZE_i + a_5 LEV_i + a_6 ROA_i \\
 & + a_7 LOSS_i + a_8 GRW_i + a_9 CFO_i + a_{10} PPE_i + a_{11} INTAN_i \\
 & + a_{12} RND_i + a_{13} RISK_i + a_{14} ADS_i + a_{15} ISSUE_i + a_{16} OWNER_i \\
 & + a_{17} AGE_i + a_{18} FRGN_i + a_{19} VOL + \Sigma YEAR_D + \Sigma IND_D + \epsilon_i
 \end{aligned}
 \tag{5}$$

단, 변수의 정의는 <표 1> 및 <표 2> 참조

<표 4>는 조세회피활동이 증가할수록 기업가치는 감소할 것이라는 선행연구들의 결과가 본 연구의 표본들에서도 나타나는지를 확인하기 위한 회귀분석 결과를 요약한 표이다.

기업가치의 측정치로서 TQ_i 와 MTB_i 를 각각 종속변수로 투입하여 분석한 결과 모두에서 기업의 조세회피활동의 측정치인 TS_i 의 계수는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있다. 이는 대리인이론의 관점에 따라 기업의 조세회피활동이 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 선행연구들의 결과가 본 연구의 표본기업에서도 확인되고 있다는 것을 의미하는 결과이다.

〈표 4〉 조세회피활동이 기업가치에 미치는 영향

$$\begin{aligned}
TQ_i (\text{또는 } MTB) = & a_0 + a_1 TS_i + a_2 MS_i + a_3 BIG_i + a_4 SIZE_i + a_5 LEV_i + a_6 ROA_i \\
& + a_7 LOSS_i + a_8 GRW_i + a_9 CFO_i + a_{10} PPE_i + a_{11} INTAN_i + a_{12} RND_i \\
& + a_{13} RISK_i + a_{14} ADS_i + a_{15} ISSUE_i + a_{16} OWNER_i + a_{17} AGE_i + a_{18} FRGN_i \\
& + a_{19} VOL + \Sigma YEAR_D + \Sigma IND_D + \epsilon_i
\end{aligned}$$

Variables	종속변수 : TQ		종속변수 : MTB	
	Coefficient	t-Value	Coefficient	t-Value
<i>Intercept</i>	1.295	7.730***	1.205	4.880***
TS	-0.649	-3.270***	-0.911	-3.110***
<i>MSA</i>	0.229	3.230***	0.231	2.210**
<i>BIG</i>	-0.012	-0.580***	0.034	1.080**
<i>SIZE</i>	-0.026	-3.310***	-0.023	-1.970**
<i>LEV</i>	0.814	14.010***	1.027	11.990***
<i>ROA</i>	4.141	18.540***	4.624	14.030***
<i>LOSS</i>	0.284	7.900***	0.335	6.320***
<i>GRW</i>	0.437	10.910***	0.291	4.920***
<i>CFO</i>	0.914	7.460***	1.462	8.090***
<i>PPE</i>	-0.042	-0.640***	-0.348	-3.560***
<i>INTAN</i>	4.236	12.010***	4.578	8.800***
<i>RND</i>	6.371	9.270***	9.066	8.940***
<i>RISK</i>	-0.539	-8.050***	-0.654	-6.620***
<i>ADS</i>	3.087	7.130***	4.434	6.940***
<i>ISSUE</i>	0.207	6.280***	0.131	2.690***
<i>OWNER</i>	-0.315	-5.810***	-0.520	-6.500***
<i>AGE</i>	-0.126	-9.850***	-0.184	-9.710***
<i>FRGN</i>	0.009	13.200	0.013	13.390***
<i>VOL</i>	0.369	6.290	0.648	7.490
<i>Year Dummy</i>	포함		포함	
<i>Industry Dummy</i>	포함		포함	
<i>F-Value</i>	112.470***		91.850***	
<i>Adj R²</i>	0.464		0.414	
<i>Max(VIF)</i>	2.559		2.559	

주1) ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의적임을 의미함.

2) 변수의 정의는 <표 1> 및 <표 2> 참조.

4. 가설 검증 결과

<표 5>는 산업전문감사인에 의해 감사받은 기업은 조세회피로 인한 기업가치 감소효과가 완화될 것이라는 가설을 검증하기 위한 회귀분석 결과를 요약한 표이다. 이를 검증하기 위하여, <표 4>의 모형에 조세회피활동과 산업전문감사인의 상호작용변수($TS_i * MS_i$)를 추가하였다. 기업가치의 측정치로서 TQ_i 와 MTB_i 를 각각 종속변수로 투입하여 분석한 결과 모두에서 상호작용변수($TS_i * MS_i$)의 계수는 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보여주고 있다.

종속변수로 TQ_i 를 투입한 분석의 결과, 산업전문성을 피감사기업의 자산총계 기준 시장점유율이 1위이면서 2위와 격차가 10% 이상인 산업전문감사인이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수로 측정한 MS_A3_i 의 계수만 5% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이며, 나머지 산업전문감사인 측정치의 계수는 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있다. 한편, 종속변수로 MTB_i 를 투입한 분석의 결과 역시, 산업전문성을 피감사기업의 자산총계 기준 시장점유율이 1위이면서 2위와 격차가 10% 이상인 산업전문감사인이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수로 측정한 MS_A3_i 의 계수만 10% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이며, 나머지 산업전문감사인 측정치의 계수는 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있다. 이는 산업전문감사인이 기업의 조세회피활동이 경영자의 사적이익 추구로 흐르지 않도록 감시역할을 적절히 수행함으로써 조세회피활동이 기업가치가 미치는 부정적인 영향을 어느 정도 완화시킬 것이라 예상한 본 연구의 가설을 지지하는 것으로 볼 수 있다.

통제변수의 경우, 감사인이 BIG 4인지 여부를 나타내는 더미변수인 BIG_i 은 당초 기업가치에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상하였지만, 통계적으로 유의한 결과를 보이지 않았다. 당초 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상한 부채비율(LEV_i), 자산이익률(ROA_i), 매출액성장률(GRW_i), 무형자산을 기초총자산으로 나눈 $INTAN_i$, 연구개발비를 매출액으로 나눈 RND_i , 광고선전비를 매출액으로 나누어 측정한 ADS_i , 외국인투자지분율($FRGN_i$), 주가의 변동성(VOL_i)의 계수는 예상대로 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 종속변수가 MTB_i 인 경우의 영업현금흐름(CFO_i)의 계수는 예상대로 양(+)의 값을 보이고 있으나 통계적으로 유의한 수준은 아니었다. PPE_i 계수의 부호는 당초 예상과 달리 음(-)의 값으로 나와 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 한편, 당초 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상한 기업의 영업위험($RISK_i$), 기업연령(AGE_i)의 계수는 예상대로 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보이고 있다.

당초 부호를 예상하지는 않았지만, 통제변수에 추가된 기업규모($SIZE_i$)와 최대주주 및 특수관계자 보유비중($OWNER_i$)의 계수는 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보이고 있다. 기업규모($SIZE_i$)는 많은 선행연구에서 기업가치와 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타나고 있으나, 본 연구에서는 선행연구와 달리 기업규모와 기업가치가 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타나고 있다.

〈표 5〉 조세회피활동과 기업가치의 관계에 산업전문감사인이 미치는 영향

$$TQ_i \text{ (또는 } MTB_i) = a_0 + a_1 TS_i + a_2 MS_i + a_3 TS * MS_i + a_4 BIG_i + a_5 SIZE_i + a_6 LEV_i + a_7 ROA_i + a_8 LOSS_i + a_9 GRW_i \\ + a_{10} CFO_i + a_{11} PPE_i + a_{12} INTAN_i + a_{13} RND_i + a_{14} RISK_i + a_{15} ADS_i + a_{16} ISSUE_i + a_{17} OWNER_i \\ + a_{18} AGE_i + a_{19} FRGN_i + a_{20} VOL_i + \Sigma YEAR_D + \Sigma IND_D + \epsilon_i$$

Variables	종속변수 : TQ				종속변수 : MTB			
	MSA	MS_A1	MS_A2	MS_A3	MSA	MS_A1	MS_A2	MS_A3
<i>Intercept</i>	1.292 (7.720)***	1.202 (7.260)***	1.234 (7.480)***	1.177 (7.130)***	1.201 (4.860)***	1.087 (4.450)***	1.128 (4.630)***	1.087 (4.460)***
<i>TS</i>	-1.468 (-4.980)***	-0.999 (-4.470)***	-1.097 (-4.400)***	-0.800 (-3.840)***	-1.909 (-4.390)***	-1.401 (-4.250)***	-1.545 (-4.200)***	-1.091 (-3.550)***
<i>MSA</i>	0.206 (2.890)***	0.020 (0.980)	0.041 (2.090)**	-0.007 (-0.290)	0.202 (1.930)*	0.001 (0.030)	0.024 (0.840)	-0.009 (-0.240)***
<i>TS*MSA</i>	4.570 (3.750)***	1.104 (3.220)***	0.883 (2.860)***	1.038 (2.210)**	5.576 (3.100)***	1.590 (3.140)***	1.265 (2.770)***	1.258 (1.820)*
<i>Control Variables</i>	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
<i>Year Dummy</i>	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
<i>Industry Dummy</i>	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
<i>F-Value</i>	109.470***	108.670***	108.740***	108.670***	89.220***	88.960***	88.880***	88.560***
<i>Adj R²</i>	0.466	0.464	0.464	0.464	0.415	0.414	0.414	0.413
<i>Max(VIF)</i>	3.367	2.554	2.551	2.554	3.367	2.554	2.551	2.551

주1) ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의적임을 의미함.

2) 괄호 안의 값은 t-value 통계량을 의미함.

3) 변수의 정의는 <표 1> 및 <표 2> 참조

4) 통제변수에 대한 회귀분석 결과는 <표 4>와 질적인 차이가 없어 <표 5>에서는 생략하였음.

이는 기업규모가 클수록 정보비대칭으로 인한 대리인비용의 증가, 기업 내부의사결정구조의 경직 등으로 인하여 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다. 최대주주 및 특수관계자 보유비중($OWNER_i$)의 경우는 대부분 선행연구들과 마찬가지로 기업가치와 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났는데, 이는 최대주주 등의 보유비중이 증가할수록 이익침해가설에 따라 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다.

한편 당기 손실 여부($LOSS_i$)와 전기 대비 주식발행액이 10% 이상 증가하였는지 여부($ISSUE_i$)의 계수는 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있는데, 이는 기업의 손실이 보수주의 회계 처리로 인하여 발생한 손실이거나 성장단계에서의 손실로서 미래 이익창출에 기여하는 반전현상이 발생할 수 있으므로 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로, 유상증자의 경우 투자기 회가설에 따라 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다.

5. 추가 분석

가. 현금유효법인세율을 이용한 분석

본 연구에서는 Desai and Dharmapala(2006)가 제안한 방법으로 조세회피를 측정하였는데, 조세회피는 Desai and Dharmapala(2006)의 측정치 외에 유효법인세율(effective tax rate, ETR) 등 다양한 방법으로 측정될 수 있다. 전통적으로 유효법인세율의 측정은 포괄손익계산서 상의 법인세비용을 법인세비용차감전 순이익으로 나누어 계산한 유효법인세율($BOOK_ETR$)을 이용하였다. $BOOK_ETR$ 은 재무제표 상의 수치를 이용하므로 자료 수집과 계산이 용이하다는 장점이 있으나, 포괄손익계산서 상의 법인세비용에 포함되어 있는 이연법인세비용은 당기의 법인세부담액이라기보다는 향후의 법인세부담액과 관련이 있으므로 당기의 조세회피를 측정하기에는 한계가 있다. 따라서 본 연구에서는 당기의 법인세납부액²⁴⁾을 법인세비용차감전 순이익으로 나누어 다음과 같이 측정한 현금유효법인세율($CASH_ETR$)을 이용하여 강건성 분석을 수행하였다.

$$\text{현금유효법인세율}(CASH_ETR) = \frac{\text{법인세납부액}}{\text{법인세비용차감전 순이익}} \quad (6)$$

<표 6>은 Desai and Dharmapala(2006)의 조세회피 측정치(TS) 대신 현금유효법인세율을 변수로 투입하여 분석한 결과이다.

24) 법인세납부액은 강정연과 고종권(2012)와 오광욱과 기은선(2012) 등의 선행연구를 참고하여 다음과 같이 측정하였다.

$$\text{법인세납부액} = \text{법인세비용} + \Delta \text{이연법인세자산} - \Delta \text{이연법인세부채}$$

〈표 6〉 조세회피활동과 기업가치의 관계에 산업전문감사인인 미치는 영향 : 현금유보법인세율

$$TQ_i(\text{또는 } MTB_i) = a_0 + a_1 CASH_ETR_i + a_2 MS_i + a_3 CASH_ETR_i * MS_i + a_4 BIG_i + a_5 SIZE_i + a_6 LEV_i + a_7 ROA_i + a_8 LOSS_i + a_9 GRW_i + a_{10} CFO_i + a_{11} PPE_i + a_{12} INTAN_i + a_{13} RND_i + a_{14} RISK_i + a_{15} ADS_i + a_{16} ISSUE_i + a_{17} OWNER_i + a_{18} AGE_i + a_{19} FRGN_i + a_{20} VOL_i + \Sigma YEAR_D + \Sigma IND_D + \epsilon_i$$

Variables	종속변수 : TQ				종속변수 : MTB			
	MSA	MS_A1	MS_A2	MS_A3	MSA	MS_A1	MS_A2	MS_A3
Intercept	1.271 (7.530)***	1.201 (7.210)***	1.223 (7.370)***	1.185 (7.140)***	1.177 (4.730)***	1.092 (4.450)***	1.119 (4.570)***	1.107 (4.520)***
CASH_ETR	-0.161 (-2.830)***	-0.106 (-2.250)**	-0.127 (-2.490)**	-0.077 (-1.700)*	-0.209 (-2.490)**	-0.127 (-1.820)*	-0.160 (-2.130)**	-0.082 (-1.230)
MSA	0.420 (4.230)***	0.079 (2.700)***	0.092 (3.310)***	0.039 (1.070)	0.514 (3.510)**	0.089 (2.070)**	0.101 (2.480)**	0.050 (0.930)
CASH_ETR*MSA	0.575 (2.680)***	0.158 (2.510)**	0.139 (2.460)**	0.112 (1.350)	0.856 (2.700)***	0.237 (2.540)**	0.211 (2.530)**	0.146 (1.190)
Control Variables	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
Year Dummy	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
Industry Dummy	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
F-Value	108.470***	107.810***	108.010***	107.420***	88.570***	88.220***	88.270***	87.920***
Adj R ²	0.464	0.462	0.463	0.461	0.413	0.412	0.412	0.411
Max(VIF)	4.281	2.841	3.364	2.626	4.281	2.796	3.364	2.626

주1) ***, ***, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의적임을 의미함.

2) 괄호 안의 값은 t-value 통계량을 의미함.

3) $CASH_ETR_i$ = 법인세납부액/법인세비용차감전 순이익

나머지 변수의 정의는 <표 1> 및 <표 2> 참조

4) 통제변수에 대한 회귀분석 결과는 <표 4>와 질적인 차이가 없어 <표 6>에서는 생략하였음.

〈표 7〉 조세회피활동과 기업가치의 관계에 대형회계법인(BIG4)과 산업전문감사인인 미치는 영향

$$TQ_i(\text{또는 } MTB_i) = a_0 + a_1 TS_i + a_2 MS_i + a_3 TS_i * MS_i + a_4 BIG_i + a_5 TS_i * BIG_i + a_6 SIZE_i + a_7 LEV_i + a_8 ROA_i + a_9 LOSS_i + a_{10} GRW_i + a_{11} CFO_i + a_{12} PPE_i + a_{13} INTAN_i + a_{14} RND_i + a_{15} RISK_i + a_{16} ADS_i + a_{17} ISSUE_i + a_{18} OWNER_i + a_{19} AGE_i + a_{20} FRGN_i + a_{21} VOL_i + \Sigma YEAR_D + \Sigma IND_D + \epsilon_i$$

Variables	종속변수 : TQ			종속변수 : MTB		
	MSA	MS_A1	MS_A2	MSA	MS_A1	MS_A2
<i>Intercept</i>	1.293 (7.720)***	1.210 (7.310)***	1.238 (7.500)***	1.172 (4.740)***	1.071 (4.380)***	1.107 (4.540)***
<i>TS</i>	-0.134 (-4.730)***	-1.387 (-4.380)***	-1.390 (-4.390)***	-1.628 (-3.410)***	-0.331 (-2.850)***	-1.344 (-2.880)***
<i>MSA</i>	0.209 (2.930)***	0.020 (1.030)	0.042 (2.140)**	0.196 (1.860)*	0.003 (0.090)	0.024 (0.830)
<i>TS*MSA</i>	3.986 (2.420)**	0.839 (2.240)**	0.548 (1.430)	0.854 (2.700)***	1.615 (2.920)***	1.537 (2.720)***
<i>BIG</i>	-0.011 (-0.540)	0.011 (0.550)	-0.004 (-0.190)	0.036 (1.150)	0.061 (2.100)**	0.051 (1.610)
<i>TS*BIG</i>	0.239 (0.530)	0.641 (1.750)*	0.628 (1.510)	-0.832 (-1.250)	-0.054 (-0.100)	-0.396 (-0.650)
<i>Control Variables</i>	포함	포함	포함	포함	포함	포함
<i>Year Dummy</i>	포함	포함	포함	포함	포함	포함
<i>Industry Dummy</i>	포함	포함	포함	포함	포함	포함
<i>F-Value</i>	102.380***	101.800***	101.820***	83.760***	83.410***	83.400***
<i>Adj R²</i>	0.466	0.464	0.464	0.416	0.415	0.415
<i>Max(VIF)</i>	6.102	3.986	5.120	6.103	3.986	5.120

주1) ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의적임을 의미함.

2) 괄호 안의 값은 t-value 통계량을 의미함.

3) 변수의 정의는 <표 1> 및 <표 2> 참조

4) 통제변수에 대한 회귀분석 결과는 <표 4>와 질적인 차이가 없어 <표 7>에서는 생략하였음.

분석 결과 Desai and Dharmapala(2006)의 조세회피 측정치를 이용한 결과와 질적으로 동일하나 유의수준은 다소 차이가 있는 것으로 나타났다.

나. BIG4를 감사품질 측정치로 추가한 분석

본 연구에서 감사품질의 대용치로서 이용한 산업전문감사인과 많은 선행연구에서 일반적으로 감사품질의 대용치로 이용되고 있는 BIG4는 상관관계가 매우 높을 것으로 예상할 수 있다.²⁵⁾ 따라서 산업전문감사인인 BIG4 여부를 통제하고도 감사품질에 대한 추가적인 설명력을 가지고 있는 여부를 살펴보기 위하여, 다음과 같이 BIG4와 산업전문감사인을 동시에 모형에 투입하여 분석을 수행하였다.

$$\begin{aligned}
 TQ_i(\text{또는 } MTB_i) = & a_0 + a_1 TS_i + a_2 MS_i + a_3 TS * MS_i + a_4 BIG_i + a_5 TS * BIG_i \quad (7) \\
 & + a_6 SIZE_i + a_7 LEV_i + a_8 ROA_i + a_9 LOSS_i + a_{10} GRW_i \\
 & + a_{11} CFO_i + a_{12} PPE_i + a_{13} INTAN_i + a_{14} RND_i + a_{15} RISK_i \\
 & + a_{16} ADS_i + a_{17} ISSUE_i + a_{18} OWNER_i + a_{19} AGE_i \\
 & + a_{20} FRGN_i + a_{21} VOL_i + \Sigma YEAR_D + \Sigma IND_D + \epsilon_i
 \end{aligned}$$

단, 변수의 정의는 <표 1> 및 <표 2> 참조

BIG4와 TS간의 상호작용변수인 $TS*BIG$ 을 모형에 추가하여 분석한 결과가 <표 7>에 제시되어 있다. $TS*BIG$ 의 상호작용변수를 모형에 추가한 후에도 $TS*MS$ 의 회귀계수는 대부분 유의적인 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났으며, 나머지의 경우에도 제한적인 수준에서는 유의수준이 확인되었다. 이러한 분석 결과는 BIG4 여부를 통제하고도 산업전문감사인인 감사품질에 대한 추가적인 설명력을 가진다는 것에 대한 간접적인 증거로 볼 수 있다.

V. 결 론

기업의 조세회피활동이 기업가치에 어떠한 영향을 미칠 것인지는 많은 관심의 대상이 되어왔다. 대리인비용을 고려하지 않는다면, 세금절감으로 인한 효익은 주주에게 귀속될 것이고, 이는 결국 기업가치의 증가로 이어질 것으로 예상할 수 있다. 하지만, 대리인비용을 고려한다면, 세금절감으로 인한 효익이 모두 주주에게 귀속된다고 볼 수는 없다. 최근 연구들에서는 대리인이론

25) 실제로 상관관계 분석을 통해 살펴본 결과에서도 BIG4와 시장점유율(MS) 간의 상관관계수가 0.546 ($p < .0001$)로 유의적인 상관관계가 확인되었다.

의 관점에서 기업의 조세회피활동이 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 결과를 보고하고 있다. 만약 이러한 대리인비용을 효과적으로 통제할 수 있다면, 세금절감으로 인한 효익이 경영자의 사적이익으로 귀속되지 않고 기업가치를 제고시키는 방향으로 갈 수 있을 것이다. 기존의 연구들에서는 이러한 대리인비용을 감소시키는 요인으로 기업의 지배구조에 관심을 두었다. 즉, 우수한 기업지배구조가 조세회피와 기업가치의 부정적인 관계를 감소시킬 수 있을 것이라는 예를 하고 이에 대한 분석을 하였다. 하지만 기존의 연구들에서는 기업의 대표적인 외부지배구조인 외부감사인의 특성에 대한 고려는 강조되지 않고 있었다. 본 연구는 조세회피활동과 기업가치의 관계에 외부감사인이 어떤 영향을 미칠지 그 역할에 주목하였고, 이러한 감사인의 특성 중에 감사인의 산업전문성에 초점을 두고 연구를 진행하였다. 산업전문감사인은 그 산업에 대한 특성을 잘 이해하고 있으므로, 높은 감사품질을 제공할 수 있을 것이다. 이에 따라 산업전문감사인은 기업의 외부지배구조로서 효과적인 감시기능을 수행하여 대리인비용을 감소시킬 것이고, 이에 따라 조세회피활동이 기업가치에 미치는 부정적인 영향을 완화시킬 수 있을 것으로 예상하였다.

본 연구는 2001년부터 2010년까지 유가증권시장에 상장된 기업 중 금융업 등을 제외한 3,607개의 기업을 표본으로 하여 분석하였다. 기업의 조세회피활동은 Desai and Dharmapala(2006)가 제안한 세전이익과 과세소득의 차이 중 총발생액으로 설명되지 않는 부분으로 측정하였으며, 기업가치의 대용치로는 Tobin's Q와 MTB를 이용하였다. 산업전문감사인은 시장점유율 접근법에 근거하여 네 가지 방식으로 측정하였다.

본 연구의 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 가설 검증에 앞서 본 연구의 표본기업에서도 선행연구와 마찬가지로 기업의 조세회피활동이 기업가치에 부정적인 영향을 미치는지 확인하였다. 검증 결과, 기업의 조세회피활동과 기업가치는 통계적으로 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이는 기업의 조세회피활동으로 인한 효익이 기업가치의 제고보다는 경영자의 사적이익추구로 흘렀을 가능성이 높음을 보여준다. 둘째, 조세회피활동과 네 가지 산업전문감사인 측정치의 상호작용항 계수 모두에서 통계적으로 유의한 양(+)의 부호가 나타났다. 이는 산업전문감사인이 이러한 조세회피활동이 기업가치에 미치는 부정적인 영향을 완화시킬 것이라는 본 연구의 가설을 지지하는 결과로, 산업전문감사인이 경영자에 대한 효과적인 감시기능을 수행하여 대리인비용을 감소시킴으로써 기업가치 제고에 기여하고 있는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구는 외부감사인의 산업전문성이 기업의 조세회피활동과 기업가치의 관계에 미치는 영향을 분석하였다는 점에서 선행연구와 차별성을 갖는다. 반면, 본 연구는 대부분 선행연구들과 마찬가지로 기업의 조세회피활동을 측정하기 위한 과세소득을 추정에 의존함으로써 측정오차가 발생할 수 있다는 한계점이 존재한다. 이러한 한계점은 향후 기업의 법인세신고 관련 자료가 충분히 공시된다면 극복될 수 있을 것이다. 또한 본 연구에서는 기업의 조세회피활동, 감사인의 산업전문성 및 기업가치의 관계에 영향을 미치는 모든 특성들을 완전히 고려하지는 못했다. 이는

실증분석 연구의 공통적인 한계점으로 볼 수 있을 것이다.

끝으로 본 연구의 결과가 시사하는 바는 다음과 같다. 첫째, 경영자에 대한 감시기능이 효과적으로 수행되어 대리인비용을 감소시킨다면, 기업의 조세회피활동으로 인한 효익이 경영자에게 귀속되기 보다는 기업가치의 제고에 기여하게 될 가능성이 높다. 둘째, 본 연구의 분석결과 산업전문감사인인 효과적인 외부지배구조로서의 역할을 하여 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 효과를 완화시킬 가능성이 높다. 이러한 결과는 우수한 외부지배구조를 갖춘 기업일수록 감시기능이 효과적으로 작용한다는 것을 의미하는 것으로, 기업은 기업가치의 제고를 위하여 내·외부 기업지배구조의 개선에 노력을 기울여야 할 필요가 있다. 셋째, 만약 대주주의 영향력 행사 등으로 이사회 등 기업의 내부지배구조가 효과적으로 작동하지 않는다면, 이를 보완하기 위해 기업의 외부지배구조로서 외부감사인 등의 역할이 매우 중요하게 될 수도 있다.

참고문헌

- 강정연 · 고종권. 2014. “기업지배구조가 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향”. 회계학연구 제39권 제1호 : 147-183.
- 강정연 · 김영철. 2012. “조세회피와 소유구조”. 세무학연구 제29권 제2호 : 37-67.
- 고윤성 · 김지홍 · 최원욱. 2007. “조세회피와 기업특성 및 기업가치에 관한 연구”. 세무학연구 제24권 제4호 : 9-40.
- 권수영 · 임영덕 · 마희영. 2008. “감사인의 산업전문성이 계속감사기간과 감사품질의 관계에 미치는 영향과 강제교체 감사인의 감사보수 분석”. 회계저널 제17권 제2호 : 1-38.
- 기은선. 2012. “기업의 사회적 책임활동이 조세회피 및 조세회피에 대한 시장반응에 미치는 영향”. 세무학연구 제29권 제2호 : 107-136.
- 김영숙 · 이재춘. 2000. “기업가치와 기업소유구조와의 관련성”. 증권학회지 제26집 : 173-197.
- 김은주 · 조용언. 2012. “조세회피와 감사품질과 타인자본비용의 관련성”. 국제회계연구 제44집 : 279-300.
- 김진희 · 정재욱. 2006. “기업의 재무적 특성이 조세회피행위에 미치는 영향”. 세무학연구 제23권 제4호 : 97-123.
- 나종길 · 이은철. 2009. “감사품질차이가 이익발표후 잔류현상의 크기에 미치는 영향”. 재무와회계정보저널 제9권 2호 : 101-127.
- 나종길 · 최기호. 2005. “회계감사인의 산업별 전문성이 회계이익의 질에 미치는 영향”. 회계와감사연구 제41호 : 261-297.
- 나종길 · 최기호. 2006. “회계감사인의 산업별 전문성과 회계감사보수와의 관계”. 회계학연구 제31권 제1호 : 33-67.
- 박미영. 2012. “감사인 특성과 조세회피”. 세무와회계저널 제13권 제3호 : 191-219.
- 박재환 · 김승준. 2012. “감사위원회와 감사인의 세무서비스가 조세회피행위를 통하여 기업가치에 미치는 영향”. 회계저널 제21권 제3호 : 253-283.
- 박재환 · 박수근. 2007. “감사인의 산업별 전문화가 감사보수에 미치는 영향 : 기업규모와 산업특성을 중심으로”. 회계와 감사연구 제45호 : 325-354.
- 박한순 · 이종필 · 정균채. 2103. “감사노력과 기업의 조세회피”. 회계연구 제18권 제1호 : 227-249.
- 손언승 · 양동훈 · 이상철 · 김갑순. 2012. “기업지배구조가 조세절감활동과 기업가치의 관련성에 미치는 영향에 대한 연구”. 세무와회계저널 제13권 제3호 : 385-419.
- 신현한 · 이상철 · 장진호. 2004. “외부감사주체와 기업가치”. 재무연구 제17권 제1호 : 41-72.
- 오광욱 · 기은선. 2012. “재무분석가의 법인세비용 예측여부 결정 요인 및 예측정보의 유용성에 관한 실증연구”. 세무학연구 제29권 제2호 : 137-163.

- 이준규 · 김갑순. 2008. 『기업의 조세전략과 세무회계연구』 제2판. 영화조세통람.
- 전주성. 2011. “조세회피와 기업가치 : 지배구조의 역할을 중심으로”. 재정학연구 제4권 제4호 : 59-85.
- 정석우 · 박종일 · 배성호. 2014. “비정상 감사보수, 감사인의 산업별 전문성 및 재량적 발생액의 관계”. 회계저널 제23권 제2호 : 143-190.
- 최동춘 · 서정록. 2013. “기업지배구조와 조세회피의 관계”. 회계연구 제18권 제1호 : 1-27.
- 최정호 · 이정우. 2008. “감사품질과 이익의 질 및 기업가치에 관한 실증적 연구”. 회계와 감사연구 제48호 : 109-144.
- Anderson, D., J. Francis, and D. Stokes. 1993. Auditing, directorships and the demand for monitoring. *Journal of Accounting and Public Policy* 12 : 353-375.
- Ang, J., R. Cole and J. Lin. 2000. Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Finance* LV(1) : 81-106.
- Balsam, S., J. Krishnan, and J. S. Yang. 2003. Auditor industry specialization and earnings quality. *Auditing : A Journal of Practice and Theory* 22 : 71-97.
- Becker, C. L., M. L. DeFond, J. Jiambalvo and K. R. Subramanyam. 1998. The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research* 15(1) : 1-24.
- Berger, P. G. and E. Ofek. 1995. “Diversification Effect on Firm's value”, *Journal of Financial Economics* 37(1) : 39-65.
- Berle, A. A. and G. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York : Macmillan Publishing Company, Inc.
- Black, B., H. Jang, and W. Kim. 2006. Does Corporate Governance Affect Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization* 22 (2) : 366-413.
- Casterella, J., J. Francis, B. Lewis, and P. Walker. 2004. Auditor industry specialization, client bargaining power, and audit pricing. *Auditing : A Journal of Practice and Theory* 23(1) : 123-140.
- Chang, S. 2003. Ownership Structure, Expropriation, and Performance of Group-Affiliated Companies in Korea. *Academy of Management Journal* 46(2) : 238-253.
- Chen, K.-P., C. Chu. 2005. Internal control vs. external manipulation : A model of corporate income tax evasion. *RAND Journal of Economics* 36 : 151-164.
- Cho, S. and K. Kang. 2002. Firm Level Analysis of the Korean Corporate Sector : 1996-2000. in International Monetary Fund. Republic of Korea : Selected Issues. *IMF Country Report* No. 02/20.
- Chung, K. H. and S. W. Pruitt. 1994. A Simple Approximation of Tobin's Q. *Financial Management* 23(3) : 70-74.

- Craswell, A. T., J. R. Francis, and S. L. Taylor. 1995. Auditor brand name reputations and industry specialization. *Journal of Accounting and Economics* 20 : 297–322.
- Crocker, K. and J. Slemrod. 2005. Corporate tax evasion with agency costs. *Journal of Public Economics* 89 : 1593–1610.
- Desai, M. and J. Heines. 2002. Expectation and Expatriations : Tracing the Cause and Consequences of Corporate Inversions. *The National Tax Journal* 55(3) : 409–440.
- Desai, M., D. Dharmapala. 2006. Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics* 79 : 145–179.
- Desai, M., D. Dharmapala. 2009. Corporate Tax Avoidance and Firm Value. *The Review of Economics and Statistics* 91(3) : 537–546.
- Desai, M., I. Dyck, L. Zingales. 2007. Theft and taxes. *Journal of Financial Economics* 84 : 591–623.
- Drobetz, W., A. Schillofer, and H. Zimmermann. 2004. Corporate governance and expected stock returns : evidence from Germany. *European Financial Management* 10 : 267–293.
- Dunn, K. A., B. W. Mayhew, and S. G. Morisfield. 2000. Auditor Industry Specialization and Client Disclosure Quality. *Working Paper*. Baruch College of City University of New York. University of Wisconsin and The Capital Market Company.
- Fan, P. H., and T. J. Wong. 2005. Do external auditors perform a corporate governance role in emerging market? Evidence from East Asia. *Journal of Accounting Research* 43(1) : 35–72.
- Ecker, F., J. Francis, I. Kim, P. Olsson and K. Schipper. 2006. A Returns–Based Representation of Earnings Quality. *The Accounting Review* 81(4) : 749–780.
- Francis, J., E. Maydew, and H. Sparks. 1999. The role of Big 6 auditors in the credible reporting of accruals. *Auditing A Journal of Practice and Theory* 18 : 17–34.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson and K. Schipper. 2005. The Market Pricing of Accruals Quality. *Journal of Accounting and Economics* 39 : 295–327.
- Jensen, M., W. Meckling. 1976. Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 : 305–360.
- Joh, S. 2003. Corporate Governance and Firm Profitability : Evidence from Korea Before the Economic Crisis. *Journal of Financial Economics* 68(2) : 287–322.
- Khanna, T., and K. Palepu. 1999. Emerging Market Business Groups, Foreign Investors, and Corporate Governance. *Working paper*.
- Krishnan, G. 2003. Audit Quality and the Pricing of Discretionary Accruals. *Auditing A Journal of Practice and Theory* 22 : 109–126.

- Lindenberg, E. B. and S. A. Ross. 1981, Tobin's q Ratio and Industrial Organization, *The Journal of Business* Vol. 54(1) : 1–32.
- McCallig, J. 2003. Revenue Investment, Accounting Conservatism and the Valuation of Loss Making Firms. *Working Paper*. University College Dublin.
- McConnell, J. and H Servaes, 1990, Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial economics* 27(2) : 595–612.
- Modigliani, F. and M. H. Miller. 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction. *American Economic Review* 53(3) : 433–443.
- Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny. 1988. Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 20 : 293–315.
- Myers, S. 1984. Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance* 39(3) : 574–592.
- Myers, S. and N. Majluf. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 13(2) : 187–221.
- Ross, S. A. 1977. The Determination of Financial Structure : The Incentive–signalling Approach. *Bell Journal of Economics* 8 : 23–40.
- Servaes, H. 1996. The Value of Diversification During Conglomerate Merger Wave. *The Journal of Finance* 51(4) : 1201–1225.
- Slemrod, J. 2004. The economics of corporate tax selfishness. *National Tax Journal* 57 : 877–899.
- Slemrod, J. and S. Yitzhaki. 2002. Tax Avoidance, Evasion and Administration. *Handbook of Public Economics* 3 : 1423–1470.
- Teoh, S., and T. Wong. 1993. Perceived auditor quality and the earnings response coefficient. *The Accounting Review* 68 : 346–366.
- Watts, R. L. and J. L. Zimmerman. 1981. The markets for independence and independent auditors. *Workingpaper*. The University of Rochester.
- Weber, J. and M. Willenborg. 2003. Do expert informational intermediaries add value? Evidence from auditors in microcap IPOs. *Journal of Accounting Research* 41 : 681–720.
- Willenborg, M. 1999. Empirical analysis of the economic demand for auditing in the initial public offerings market. *Journal of Accounting Research* 37 : 225–238.
- Wilson, R. J. 2009. An Examination of Corporate Tax Shelter Participants. *Accounting Review* 84(3) : 969–999.
- Yermack, D. Higher Market Valuation and Board of Companies Directors. *Journal of Financial Economics* 40(2) : 185–211.

Tax Avoidance, Firm Value and Auditors' Industry Expertise

Sukjin Park* · Kapsoon Kim**

—〈Abstract〉—

This paper investigates whether corporate tax avoidance activities affect firm value and auditors' industry expertise affects the relation between corporate tax avoidance activities and firm value.

The traditional view of corporate tax avoidance that reduces transfers from shareholders to the government suggests that firm value should increase with tax avoidance activities. However, the agency perspective of tax avoidance suggests that opportunistic managers may exploit tax avoidance to camouflage rent extraction.

In this paper, We analyze 3,607 non-financial and December year-end firm/year observations listed in the Korean KOSPI market during 2001 and 2010. Tax avoidance is measured using the difference between book income and taxable income not attributable to accounting accruals(Desai and Dharmapala 2006). Firm value is measured using Tobin's q and market to book ratio(MTB). Four proxies of auditors' industry expertise is measured using market share approach. We use interaction between corporate tax avoidance activities and auditors' industry expertise to examine how auditors' industry expertise affects the relation between tax avoidance and firm value,

We find following empirical results. First, corporate tax avoidance activities have a negative effect on corporate firm value. Second, auditors' industry expertise reduces the negative relation between corporate tax avoidance activities and firm value.

This paper contributes to the literature by examining the impact of auditors' industry expertise on corporate tax avoidance behavior. Overall, our results suggest that auditors' industry expertise plays an important role in facilitating the monitoring of managerial actions and thus alleviates shareholders' concern about the hidden agency costs associated with tax avoidance.

〈Key words〉 Auditors' Industry Expertise, Tax Avoidance, Firm Value

* Ph. D. Candidate, Dongguk Business School, Dongguk University—Seoul, sjpacc@gmail.com, First Author

** Professor, Dongguk Business School, Dongguk University—Seoul, kks@dongguk.edu, Corresponding Author